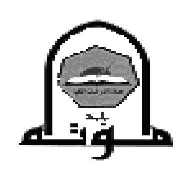


جامعة مؤتة

عمادة الدراسات العليا

أثر السياسة النقدية على نشاط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1978-2009)

إعداد

نسيمة عمران شراطي

إشراف

الأستاذ الدكتور سعيد الطراونة

رسالة مقدمة إلى عمادة الدراسات العليا

استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة

الماجستير في الاقتصاد قسم اقتصاديات المال والأعمال

جامعة مؤتة، 2011

الآراء الواردة في الرسالة الجامعية لا تُعبر

بالضرورة عن وجهة نظر جامعة مؤتة

بسم الله الرحمن الرحيم



MUTAH UNIVERSITY
Deanship of Graduate Studies

جامعة مؤتة
عمادة الدراسات العليا

نموذج رقم (14)

قرار إجازة رسالة جامعية

تقرر إجازة الرسالة المقدمة من الطالبة نسيمة عمران شراطي الموسومة بـــ:

أثر السياسة النقدية على نشاط سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1978- 2009).

استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في **الاقتصاد.**

القسم: الاقتصاد.

	التوقيع	التاريخ	
أ.د. سعيد محمود الطراونة		2011/04/05	مشرفاً ورئيسا
أ.د. أحمد إبراهيم ملاوي		2011/04/05	عضواً
د. عبدالله الشيخ محمود الطاهر		2011/04/05	عضواً
أ.د. محمود حسين الوادي		2011/04/05	عضواً



عميد الدراسات العليا
أ.د. صالح الكساسبة

MUTAH-KARAK-JORDAN
Postal Code: 61710
TEL :03/2372380-99
Ext. 5328-5330
FAX:03/ 2375694
e-mail: dgs@mutah.edu.jo sedgs@mutah.edu.jo
http://www.mutah.edu.jo/gradest/derasat.htm

مؤته – الكرك – الاردن
الرمز البريدي :61710
تلفون :99-03/2372380
فرعي 5328-5330
فاكس 03/2 375694
البريد الالكتروني
الصفحة الالكترونية

الإهداء

إلى بلدي بلد العزة والكرامة، بلد المليون ونصف المليون شهيد
الجزائر
إلى بلدي الثاني، بلد الأمن والسلام والطمأنينة
الأردن
إلى منارة الدنيا بكل متاهاتها الممقتة، نهر العطاء المتجدد الذي
لا ينضب، والتي كلما قلت لها وداعا، قالت لي متى الرجوع
إلى من فرشت لي الدرب زهرا وريحانا
أمي
إلى نبراسي الذي ينير دربي ويضيء حياتي
إلى من علمني أن أصمد أمام أمواج البحر الثائرة
أبي
إلى من كانوا عوني وزادي في مشواري
والذين تجمعني بهم أصدق المشاعر وأحلى الذكريات
وبدونهم تفقد الحياة معناها
إخوتي
إلى الذين دام في القلب ذكراهم وإن غابوا عن العين
قلنا يارب احفظهم وارعاهم
أصدقائي

إلى أهلي في الجزائر والأردن

إليهم جميعا أهدي هذا العمل المتواضع

نسيمة شراطي

الشكر والتقدير

لا يسعني بعد أن أنجزت هذه الرسالة بعون الله وتوفيقه، إلا أن أتقدم بالشكر والعرفان، ووافر الامتنان والتقدير إلى أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور سعيد الطراونة على تفضله بالإشراف على هذه الرسالة، وعلى ما قام به من جهد وتشجيع وتوجيهات قيمة كان لها الأثر في إتمام هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر وخالص التقدير إلى أعضاء لجنة المناقشة الأستاذ الدكتور محمود حسين الوادي، والدكتور عبد الله الطاهر، والأستاذ الدكتور أحمد ملاوي على تكرمهم بقبول مناقشة هذه الرسالة وإبداء الملاحظات والاقتراحات القيمة من أجل إثرائها.

وإلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنهاء هذا العمل، وشجّعني على التّقدم بالعلم والارتقاء، نتقدم بشكرنا الجزيل لهم.

نسيمة شراطي

قائمة المحتويات

المحتوى | **الصفحة**

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

قائمة الملاحق

الملخص

أثر السياسة النقدية على نشاط سوق الأوراق المالية
دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1978-2009)

نسيمة عمران شراطي

جامعة مؤتة، 2011

تهدف هذه الدراسة إلى بيان طبيعة ومدى تأثير السياسة النقدية على نشاط سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1978-2009)، حيث تم التعبير عن نشاط سوق الأوراق المالية من خلال المتغيرات التالية: الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم، بينما اشتملت متغيرات السياسة النقدية على عرض النقد، وسعر الفائدة على الودائع لأجل، وسعر الفائدة على القروض، وتم استخدام متغيري تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج ومعدل التضخم كمتغيرين مفسرين إضافيين. ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام عدد من الاختبارات تمثلت في اختبار السكون (الاستقرار) للمتغيرات، واختبار الاستقرارية لمعالم النموذج واختبار السببية، كما تم تقدير ثلاث نماذج قياسية وذلك باستخدام أسلوب متجه الانحدار الذاتي.

دلت نتائج الدراسة على وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من عرض النقد، وسعر الفائدة على الودائع لأجل، وسعر الفائدة على القروض، وتحويلات العاملين ومعدل التضخم إلى كل من حجم التداول ومعدل دوران الأسهم. ووجود علاقة ثنائية الاتجاه بين كل من عرض النقد وسعر الفائدة على الودائع من جهة، وأسعار الأسهم من جهة أخرى، ووجود علاقة أحادية الاتجاه تتجه من معدل التضخم إلى أسعار الأسهم.

وتوصلت كذلك إلى وجود علاقة عكسية قصيرة الأجل بين سعر الفائدة على الودائع لأجل، وسعر الفائدة على القروض، وتحويلات العاملين في الخارج من جهة ومؤشرات سوق عمان المستهدفة من جهة أخرى. بالمقابل كانت هذه العلاقة طردية بالنسبة لعرض النقد، أما عن معدل التضخم فكان تأثيره إيجابيا على الرقم القياسي لأسعار الأسهم وحجم التداول، وسلبيا على معدل دوران الأسهم بالرغم من عدم معنويته في حالتي حجم التداول ومعدل الدوران، وكان أكثر العوامل تأثيرا على نشاط سوق عمان للأوراق المالية هما عرض النقد وسعر الفائدة على الودائع لأجل.

وفي ضوء هذه النتائج، توصي الدراسة بضرورة أخذ السلطة النقدية بعين الاعتبار الآثار الناجمة عن التغير في عرض النقد وأسعار الفائدة على نشاط سوق الأوراق المالية عند صياغتها لأية قرارات تهدف تحقيق النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى العمل على نشر ثقافة التعامل في الأسواق المالية، وتنمية الوعي الاستثماري لدى الجمهور محليا وخارجيا، وكذلك الإهتمام بكل ما من شأنه رفع مستوى كفاءة سوق عمان للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، سوق عمان للأوراق المالية، الرقم القياسي لأسعار الأسهم، حجم التداول، معدل دوران الأسهم، نموذج متجه الانحدار الذاتي.

Abstract

The Impact of Monetary Policy on the Stock Market Activity
Study on the Amman Stock exchange during the period (1978-2009)
Nassima Omrane Cherrati
Mutah University, 2011

This study aims to explore the impact of monetary policy on the Amman Stock Exchange Activity in Jordan for the period (1978-2009). Monetary policy was represented by the variables: money supply, interest rate on term deposits and interest rate on loans, Whereas Amman Stock exchange activity was represented by: stock price index, volume of trading and turnover ratio.

To achieve this objective, the study used the following tests: stationary test for variables, stability test for models, and causality test. The study also used vector autoregression (VAR) method to estimate three models.

The results of the study showed:

-Unidirectional causality from the money supply, interest rates on term deposits, interest rate on loans, workers' remittances and inflation rate to volume of trading and turnover ratio.

-Bidirectional causality between the money supply and interest rate deposits on one hand, and stock prices on the other hand, and a one –way of causality going from inflation rate to stock prices.

-the presence of a negative short-term relationship between the interest rate on deposits, interest rate on loans and workers 'remittances on one hand, and the Amman stock market indicators on the other hand, As well as this relation was positive concerning money supply, however the inflation rate is appeared to have a positive impact on the stock index and the trading volume, and negative impact on the turnover ratio, but its impact was statistically insignificant regarding trading volume and the turnover ratio.

-the most influential factors on the Amman Stock are money supply and interest rates on deposits.

The study recommends that the monetary authority should take into consideration the effects caused by changes in money supply and interest rates on the securities market activity, raise the level of the Amman Stock Exchange efficiency, encourage and propagation of investment in Amman Stock Exchange locally and broadly.

Key words: Monetary policy, Amman Stock Exchange, Stock Price Index, Volume of trading, Turnover Ratio, Vector Autoregression Model (VAR).

الفصل الأوّل
خلفية الدراسة وأهميتها

1.1 مقدمة

تُؤدي سوق الأوراق المالية دورا هاما ووظيفة اقتصادية رئيسة في اقتصاد أي دولة باعتبارها تعمل على توفير المصادر المالية اللازمة للتمويل، سواءً كان للقطاع العام أو القطاع الخاص؛ فهي تشكل قنوات يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فائض (surplus units) إلى الوحدات التي تعاني من عجز (deficit units)، ومن ثم حشد وتنمية المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تساهم في عملية التنمية الاقتصادية؛ وهنا يتضح الدور الحيوي والهام لهذه الأسواق، خاصة أن الدراسات المتعلقة بعملية التنمية تركز على أهمية التراكم الرأسمالي والدور الذي تلعبه هذه الأسواق في العملية المالية. ونتيجة لهذا الدور الإنمائي أصبح موضوع الأسواق المالية يحظى باهتمام واسع ومتزايد من قبل العديد من الباحثين.

وتمثل سوق الأوراق المالية أداة هامة في تقويم اقتصاد أي دولة وعنصرا أساسيا أيضا في تقييم المشروعات، فقد أصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوق أوراقها المالية خاصة في ظل تنامي العولمة، ومن ثم فهي مرآة حقيقية تنعكس عليها الصورة الصادقة للاقتصاد؛ وهذه الأسواق تمتاز بحساسيتها للتغيرات التي تحدثها الدولة في سياساتها الاقتصادية كالسياسة النقدية والسياسة المالية وما لهذه التغيرات من تأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية كالناتج القومي، والتضخم وغيرها، بحيث يتفاوت هذا التأثير بين السلب والإيجاب وحسب طبيعة الدول، متقدمة كانت أو نامية. ومن جهة أخرى، تستجيب هذه الأسواق للعوامل السياسية الداخلية والخارجية، وكذلك العوامل النفسية للمستثمرين وثقتهم في تلك الأسواق، بالإضافة إلى البنية القانونية والاجتماعية المتمثلة في النظم والتشريعات المتعلقة بإجراءات وقواعد العمل في هذه الأسواق، ولذلك فالتنبؤ بأدائها ومدى استقرارها ليس سهلا، فكثيرا ما نرى التشاؤم والتفاؤل

يحيطان بالأسواق المالية بسبب الظروف السياسية التي يصعب قياس مدى تأثيرها على نشاط سوق الأوراق المالية وعوائدها .

ونظرا لأهمية الأسواق المالية فقد أوصت خطط التنمية الاقتصادية في الأردن بإنشاء سوق عمان المالي، ولتحقيق ذلك أعد البنك المركزي الأردني دراسات حول إنشاء هذا السوق وتبيان مدى الحاجة إليه وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية، وبناءً على ذلك تم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 31 لسنة 1976 كأحد أهم الخطوات البارزة في مسيرة تطوير القطاع المالي في الأردن وذلك بهدف تحقيق استغلال أفضل للموارد المالية المتاحة.

وحسب النشرات التي يصدرها سوق عمان للأوراق المالية، يلاحظ أن حجم التداول، والرقم القياسي لأسعار الأسهم ومعدل دورانها تمتاز بالتقلبات والتذبذبات والتي يرجعها بعض المحللين الاقتصاديين إلى السياسة النقدية، والذين يرون أن السياسة النقدية التوسعية هي المسؤولة عن حالة الانتعاش في سوق الأوراق المالية، بينما السياسة النقدية الانكماشية هي المسؤولة عن حالة التراجع والركود في ذلك السوق.

2.1 *مشكلة* الدراسة

باعتبار أن البنوك المركزية تستخدم السياسة النقدية بالنظر إلى حالة الاقتصاد بالدرجة الأولى، فإنه من المعتقد أن لهذه التغيرات المتكررة في السياسة النقدية تأثير على نشاط سوق الأوراق المالية؛ وفي هذا الإطار اختلفت وجهات النظر ما بين الاقتصاديين، ففرضية محافظ الاستثمار النقدية ترى أن السياسة النقدية تؤثر على أسعار الأسهم ومن ثم على نشاط سوق الأوراق المالية وبصورة متباطئة، بينما تفترض فرضية الكفاءة في صيغتها شبه القوية عدم وجود علاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم. كما تباينت نتائج الدراسات التي طبقت على الأسواق المالية في العديد من الدول بخصوص وجود أو عدم وجود تأثير للسياسة النقدية على نشاطها، ومن هنا تبرز إشكالية الدراسة والمتمثلة فيما يلي:

هل هناك تأثير للسياسة النقدية في الأردن على نشاط سوق عمان للأوراق المالية؟ وإذا وجد هذا التأثير، فما هي طبيعته؟ وما مدى استجابة سوق عمان للأوراق المالية للتغيرات في السياسة النقدية المطبقة؟

1.3 أهداف الدراسة

تتمحور أهداف الدراسة فيما يلي:

1. استقصاء أثر السياسة النقدية على نشاط سوق عمان للأوراق المالية وبيان انعكاس ذلك على كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم، حجم التداول ومعدل دوران الأسهم وذلك خلال الفترة (1978-2009)، بالإضافة إلى تحديد اتجاه العلاقة القائمة بينهما.
2. الحكم على كفاءة سوق عمان للأوراق المالية في ظل الصيغة شبه القوية، من خلال معرفة وجود أو عدم وجود علاقة سببية بين السياسة النقدية وبين مؤشرات نشاطه.
3. تقديم بعض التوصيات والمقترحات التي تساعد متخذي القرار الاقتصادي في الأردن على اتخاذ السياسة النقدية الملائمة لتفعيل النشاط في سوق الأوراق المالية، وتفيد المستثمرين والمهتمين بسوق الأوراق المالية للوقوف على بعض أهم العوامل المؤثرة على هذه الأسواق.

4.1 أهمية الدراسة

تستمد الدراسة الحالية أهميتها من خلال:

1. أهمية سوق عمان للأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الأردني والتي تتمثل في تنمية وتحفيز المدخرات وتوجيهها لتمويل الاستثمارات المحلية، فهو يعد أحد المؤسسات التي تساهم في توفير مصادر التمويل اللازمة لعملية التنمية الاقتصادية. كما يعتبر سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي، ومن ثم يعد استقراره مقياسا لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة، مما دفع البعض للاعتقاد بأن وضعية سوق الأوراق المالية من المؤشرات الاقتصادية المفيدة لمعرفة

اتجاهات الوضع الاقتصادي العام، وعليه محاولة فهم تأثير السياسة النقدية على أداء هذا السوق تعتبر قضية مهمة بالنسبة للمستثمرين والمهتمين بالأسواق المالية.

2. تناول الدراسة موضوع السياسة النقدية وأثرها على نشاط سوق الأوراق المالية، حيث يلاحظ من الدراسات السابقة أن العديد منها تم تطبيقها في الدول المتقدمة والدول النامية، وبالتالي فإنه حسب اعتقاد الباحثة لا يمكن تعميم نتائج تلك الدراسات على كافة الدول نظرا لاختلاف طبيعة السياسة النقدية، واختلاف مستوى كفاءة ودرجة تقدم وتطور سوق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى، وحيث أنه تقل الدراسات في هذا المجال في البيئة محل هذه الدراسة حسب علم الباحثة، فإن هذه الدراسة تعتبر من الدراسات المحدودة التي تقوم بتقدير وتحليل مدى استجابة سوق عمان للأوراق المالية للتغيرات في السياسة النقدية باستخدام تحليل السلاسل الزمنية.
3. ما يزيد من أهمية الدراسة هو أخذها بعين الاعتبار لثلاث متغيرات يمكن من خلالها قياس نشاط سوق عمان للأوراق المالية وهي الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وأحجام التداول ومعدل دوران الأسهم وهذا ما لم تتطرق إليه العديد من الدراسات السابقة المحلية والأجنبية حسب معلومات الباحثة، حيث تناولت متغيرا أو متغيرين فقط، بالإضافة إلى توفيرها إطارا منهجيا ونظريا للعلاقة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية.
4. مساعدة وإفادة متخذي وراسمي السياسة النقدية بخصوص إعادة النظر في رسم السياسة النقدية الهادفة إلى تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية وبما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، وكذلك توفير الحماية للمتعاملين في سوق الأوراق المالية من الخسائر التي قد تلحق بهم ومساعدتهم في تحقيق أرباح غير عادية، وذلك عن طريق تحديد بعض العوامل التي يمكنهم الاسترشاد بها في عملية التنبؤ باتجاهات الأسعار المستقبلية، بالإضافة إلى مساعدة المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري الفعال من خلال معرفة تأثير السياسة النقدية على نشاط سوق الأوراق المالية، ومن ثم تقدير اتجاه السوق، بما يسمح بإمكانية تخصيص مواردهم المالية بكل كفاءة.

5.1 فرضيات الدراسة

تحقيقا لأهداف الدراسة، وفي ضوء المفاهيم النظرية والدراسات ذات الصلة بالموضوع يتم صياغة الفرضية الرئيسة للدراسة كالتالي:

يوجد تأثير للسياسة النقدية في الأردن على نشاط سوق عمان للأوراق المالية.

وتندرج ضمن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

1. يوجد تأثير إيجابي لعرض النقد على مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية المتمثلة في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وأحجام التداول ومعدل دوران الأسهم.
2. يوجد تأثير إيجابي لتحويلات الأردنيين العاملين في الخارج على مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية المتمثلة في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم.
3. يوجد تأثير سلبي لسعر الفائدة على الودائع لأجل على مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية المتمثلة في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم.
4. يوجد تأثير سلبي لسعر الفائدة على القروض على مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية المتمثلة في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم.
5. يوجد تأثير سلبي لمعدل التضخم على مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية المتمثلة في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم.

6.1 منهجية الدراسة

تستخدم الدراسة بيانات سنوية عن السياسة النقدية ونشاط سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1978-2009) بعدد 32 مشاهدة لكل متغير من متغيرات الدراسة، فالبيانات الخاصة بالمتغيرات المستقلة (عرض النقد، سعر الفائدة على الودائع لأجل، وسعر الفائدة على القروض، وتحويلات العاملين الأردنيين بالخارج ومعدل التضخم) اقتبست من نشرات البنك المركزي الأردني، في حين أن البيانات الخاصة بالمتغيرات التابعة التي تعكس نشاط سوق عمان للأوراق المالية (الرقم القياسي لأسعار الأسهم،

وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم) فتم اقتباسها من النشرات الإحصائية المختلفة والتقارير السنوية الصادرة عن بورصة عمان، كما تم الرجوع إلى مكتبات الجامعات الأردنية للحصول على الكتب والمراجع والدوريات ذات الصلة بالموضوع وذلك لتغطية الجانب النظري للموضوع. وتم الاعتماد على شبكة الأنترنت وقواعد البيانات للحصول على الدراسات والمقالات الأجنبية المنشورة في المجلات العالمية التي تناولت موضوع الدراسة.

واعتمدت الدراسة على أسلوبين هما الأسلوب الوصفي التحليلي والأسلوب القياسي، حيث يقدم الجانب الأول البيانات التي تم جمعها من قبل الباحثة للمتغيرات المتمثلة في سعر الفائدة على الودائع لأجل، وسعر الفائدة على القروض، عرض النقد، والرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم ومن ثم تحليلها تحليلا وصفيا، بينما يقوم الجانب الثاني على تحليل هذه البيانات باستخدام نموذج قياسي معدا لهذا الغرض يسمى نموذج متجه الانحدار الذاتي، وذلك لمعرفة طبيعة ومدى تأثر نشاط سوق عمان للأوراق المالية بالسياسة النقدية المطبقة.

تتضمن الدراسة خمسة فصول، الفصل الأول ويمثل خلفية الدراسة شاملا كل من مشكلة الدراسة، وأهداف الدراسة وأهميتها وفرضياتها، وكذلك منهجية ونموذج الدراسة، ويتعرض الفصل الثاني للإطار النظري حيث يتناول ماهية السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية والعلاقة القائمة بينهما، وينتهي بعرض الدراسات السابقة مع التعليق عليها، ويختص الفصل الثالث بالتطرق إلى تطور السياسة النقدية وأدواتها في الأردن، وكذلك تطور مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية، بينما يقوم الفصل الرابع بتقدير العلاقة بين السياسة النقدية ونشاط سوق عمان للأوراق المالية باستخدام نموذج الدراسة المذكور سابقا، وأخيرا يعكس الفصل الخامس خلاصة النتائج والتوصيات التي انتهت إليها الدراسة.

7.1 نموذج الدراسة

جاءت هذه الدراسة لبيان أثر السياسة النقدية على نشاط سوق عمان للأوراق المالية، ومن أجل ذلك يتم استخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) (

Vector Autoregression)، وذلك بالاستفادة من الرزمة الإحصائية (E-views)، حيث سيتم إجراء العديد من الاختبارات أهمها:

1. اختبار جذر الوحدة لبيان الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية للمتغيرات، وذلك لمعرفة مدى استقرارها وتلافي مشكلة الانحدار الزائف.
2. اختبار الاستقرارية وذلك للتأكد من استقرارية معالم نماذج الدراسة.
3. تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني، وذلك بالاستفادة من اختباري أكايك (Akaike) وشوارتز (Schwartz).
4. اختبار السببية لبيان اتجاه العلاقة فيما بين متغيرات الدراسة.
5. تحليل مكونات التباين وذلك لمعرفة الأهمية النسبية لأثر كل تغير مفاجىء في السياسة النقدية على مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية.
6. اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل وذلك من أجل فحص كيفية استجابة كل متغير من المتغيرات لأي صدمة في أي متغير من متغيرات النموذج مع مرور الزمن.

وعليه بهدف تقدير أثر السياسة النقدية على نشاط سوق عمان للأوراق المالية، سيتم استخدام ثلاث نماذج قياسية كما يلي:

أ. النموذج الأول: يكون فيه الرقم القياسي لأسعار الأسهم مؤشرا دالا على نشاط سوق عمان للأوراق المالية.

ب. النموذج الثاني: يكون فيه حجم التداول مؤشرا دالا على نشاط سوق عمان للأوراق المالية.

ج. النموذج الثالث: يكون فيه معدل دوران الأسهم مؤشرا دالا على نشاط سوق عمان للأوراق المالية.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

1.2 الإطار النظري

تعد السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية في أي بلد، إذ تلعب دورا أساسيا في إرساء المقومات الأساسية للنمو الاقتصادي، وعاملا مؤثرا في النشاط الاقتصادي بصفة عامة وفي سوق الأوراق المالية بصفة خاصة، حيث تمثل هذه الأخيرة ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي في الوقت الحاضر ودعامة قوية من دعاماته، لأنها تمثل إحدى الآليات لتجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى مسارها الصحيح، فسوق الأوراق المالية تعكس الوضع الاقتصادي العام في البلاد، وفي نفس الوقت يمكن أن تكون مؤشرا قائدا له.

1.1.2 السياسة النقدية

تعرف السياسة النقدية على أنها الإجراءات التي تستخدمها السلطة النقدية لمراقبة وتنظيم عرض النقد بغرض تحقيق أهداف اقتصادية نقدية وغير نقدية، وتختلف السياسة النقدية بأهدافها من دولة لأخرى تبعا لمستوى النمو الاقتصادي والتقدم الاجتماعي، إلا أنها تتركز في خمسة قضايا رئيسة يمكن تلخيصها فيما يلي (مزنان، 2009):

1. تحقيق مستوى مقبول من الاستقرار الاقتصادي بما في ذلك الاستقرار النقدي؛ وعلاج التقلبات الدورية التي يتعرض لها الاقتصاد الوطني من تضخم وانكماش، والتخفيف من حدتها حتى لا يتأثر الاقتصاد الوطني لهزات عنيفة تنعكس سلبا على مستوى التوازن الاقتصادي العام.
2. المساهمة في تحقيق توازن في ميزان المدفوعات وتحسين قيمة العملة الوطنية محليا وخارجيا.
3. المساهمة في تحقيق هدف التوظيف الكامل، بحيث تقوم على زيادة عرض النقد في حالة البطالة والكساد لتزيد من الطلب الفعال، فيزداد الاستثمار والتشغيل في الاقتصاد.

4. الإسهام في تحقيق معدلات نمو اقتصادية مناسبة في القطاعات الاقتصادية المختلفة بما يحقق زيادة الدخل الوطني ونمو الناتج الإجمالي.
5. رفع معدلات الادخار من خلال جمع المدخرات المحلية وتعبئتها من طرف المؤسسات المصرفية والمالية.

ولتحقيق هذه الأهداف تستخدم السلطة النقدية نوعين من الأدوات هما:

أ. **الأدوات غير المباشرة:** يتحدد الغرض الأساسي من استخدام هذه الأدوات في التأثير في حجم الائتمان المصرفي، بحيث ينعكس هذا التأثير على حجم السيولة المحلية، وتتمثل هذه الأدوات في سعر إعادة الخصم، وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني (الإلزامي).

ب. **الأدوات المباشرة:** وتشتمل على سياسة تأطير وتوجيه القروض، وتنظيم معدلات الفائدة، والإقناع الأدبي والسقوف الإئتمانية (السيد علي والعيسى، 2004).

2.1.2 سوق الأوراق المالية

تمثل سوق الأوراق المالية إحدى العناصر المهمة في القطاع المالي، فهي تستمد أهميتها من الدور الذي تلعبه في حشد المدخرات، وتوجيهها لمختلف مجالات الاستثمار، وتوفير التمويل اللازم للمشروعات.

أولا: مفهوم سوق الأوراق المالية وأقسامها

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها المكان والميكانيكية التي يتم عن طريقها تداول الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، وتتميز بأنها أقل اتساعا من السوق النقدية إلا أنها أكثر تنظيما منها، كما أن العائد فيها يكون مرتفعا نسبيا إذا ما قورن بالعوائد في السوق النقدية، وبالتالي مخاطر الاستثمار فيها تكون عالية خاصة بالنسبة للأسهم، وتقسم سوق الأوراق المالية وظيفيا إلى السوق الأولية والسوق الثانوية (بني هاني، 2002).

أ- **السوق الأولية (سوق الإصدار):** تختص هذه السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة للأوراق المالية، والتي تتم بهدف تمويل مشروعات جديدة، أو بهدف التوسع في مشروعات قائمة وذلك بزيادة رأسمالها (حنفي وقرياقص، 2000).

ب- السوق الثانوية (سوق التداول): هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية، وأهم ميزة لهذه السوق هي أنها توفر عنصر السيولة للأوراق المالية، وتشمل على:

ب.1 السوق المنظمة والتي تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المدرجة، والتي يتحدد سعرها بناءً على تفاعل قوى العرض والطلب.

ب.2 السوق غير المنظمة والتي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، عن طريق شبكة اتصالات قوية بين السماسرة والمستثمرين، ويتحدد سعر الأوراق المالية عن طريق التفاوض وتدعى غالبا بسوق فوق المنضدة (OTC) (Over The Counter) (التميمي، 2010).

وتشتمل الأدوات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية على الأسهم، والسندات، والأوراق المالية المشتقة مثل عقود الخيار، والعقود المستقبلية، وعقود المقايضة، والعقود الآجلة.

ثانيا: عوامل نجاح سوق الأوراق المالية

يتطلب نجاح سوق الأوراق المالية توفر العديد من العوامل والتي تتمثل في الآتي:

1. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والذي يقود للنمو والاستقرار الاقتصادي، لأنه ليس من المتوقع أن يتم استقطاب مستثمرين محليين أو أجانب إلى سوق الأوراق المالية في وضع يسوده الغموض وحالات عدم التأكد؛ فوجود الاستقرار السياسي يوفر مناخا استثماريا مشجعا ومطَمئنا وقادرا على استيعاب الأموال المعروضة للاستثمار واجتذابها.
2. اعتماد سياسات اقتصادية تشجيعية لتحفيز الاستثمار، تضمن إعفاءات ضريبية للمشاريع الإنتاجية المنسجمة مع أولويات التنمية، وكذا استكمال البناء المؤسسي والقانوني الذي يشكل المرجعية للاستثمارات ويطمئن المستثمر على أمواله وأرباحه، ولابد أيضا من تبني سياسات نقدية من قبل البنك المركزي تساهم في

تحقيق الاستقرار في سعر صرف العملة المحلية وتكبح جماح التضخم (بني هاني، 2002).

3. وجود عدد كبير من الشركات المساهمة العامة العاملة في البلد والتي تتداول أوراقها المالية في السوق، بالإضافة إلى توفر المؤسسات المالية الوسيطة والتي تكون قادرة على تعبئة المدخرات وتوجيهها باتجاه الفرص الاستثمارية.
4. تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة، بما يؤمن لسوق الأوراق المالية توسعا ونشاطا يتيح الفرص أمام المتعاملين للاختيار وفقا لمصالحهم واتجاهاتهم (طويرش، 2006).
5. إنشاء سوق للمعلومات، وهذا يستوجب إيجاد وتطوير الخدمات المالية والفنية والإستشارية المتخصصة، ويتطلب رفع الوعي الاستثماري المالي والمصرفي لدى الجمهور، وأيضا الارتقاء بمهنة المحاسبة والتدقيق لأن التقارير المحاسبية من المصادر الرئيسة للمعلومات عن أداء الشركات.
6. توفر حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال، التي يقوم السوق بتحفيزها بوجود مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها (خبابة، 2004).
7. مراعاة مبدأ الإفصاح المطلوب عن المعلومات المحاسبية التي تعكس حقيقة المراكز المالية للشركات والبنوك وأرباحها الفعلية والمتوقعة، وتطبيق مبدأ الشفافية من أجل تقييم أسعار الأسهم المتداولة بقيمتها الحقيقية، الأمر الذي يساعد على تدفق عدد كبير من أوامر البيع والشراء لضمان اتساع السوق.
8. إرساء تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب، وتحديد التصرفات التي تعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته (التميمي، 2010).

ثالثا: وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية في الوقت الحاضر من المتطلبات الضرورية لتحقيق التطور الاقتصادي والمالي في أي دولة، وتنبع أهميتها من كونها تقوم بجملة من المهام الاقتصادية الحيوية والتي يمكن تحديد أبرزها كالآتي:

1. تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي تتدفق من خلالها الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، وبالتالي تتوسط بين عرض الأموال والطلب عليها من أجل تحقيق التوازن المالي في الاقتصاد، والسماح بتحرك الأموال يساهم في زيادة الإنتاج وتحقيق الكفاءة الاقتصادية.
2. يمكن من خلال سوق الأوراق المالية التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني، حيث تعد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مؤشرا للحالة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، فهي تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لإتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات الاقتصادية والمالية التصحيحية عندما يلزم الأمر، فانخفاض أسعار الأسهم قد يعتبر مؤشراً على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها قد يعتبر مؤشراً على قدوم مرحلة انتعاش (الزرري، 2001).
3. تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة حجم تراكم المصادر المالية المتاحة عن طريق مساعدة الأفراد على استثمار مدخراتهم من خلال الإكتتاب بأسهم الشركات، أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات والتي تعتبر بمثابة إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات وإضافة مصادر تمويلية جديدة للسوق بما يخدم الاقتصاد الوطني.
4. تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير الفرص الاستثمارية البديلة لمدخرات الأفراد المكتنزة كاقتناء المعادن الثمينة والتحف، وبالتالي زيادة الأصول المنتجة في الاقتصاد، ومن ثم زيادة كفاءة تخصيص الموارد الوطنية (حنفي وقرياقص، 2005).
5. خلق السيولة الكافية للمدخرات من خلال الاستثمار في الأوراق المالية وتحويلها إلى أصول سائلة بسهولة وبأقل التكاليف، كما أن هذه السيولة المتوفرة تجعل الاستثمارات بتلك الأسواق أقل مخاطرة وأكثر ربحية (جبر، 2007).
6. التخصيص الكفؤ للموارد المتاحة، حيث تعمل الأسواق المالية على توجيه مدخرات الاقتصاد الوطني إلى الشركات التي تحسن استغلال الموارد المتاحة لديها (أي الشركات الكفؤة) والتي تدفع بأسهمها إلى الصعود نتيجة أدائها المتميز، وبالتالي تحصل على التمويل اللازم لتوسيع نشاطاتها من خلال زيادة رأس المال.

7. وجود هذه الأسواق يساعد على استقطاب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة بالخارج والمودعة في بنوك أجنبية، وكذلك جذب رؤوس الأموال الأجنبية بغرض خدمة الاستثمار المحلي، ومن ثم استغلال هذه الموارد الهامة مما يدفع عملية التنمية الاقتصادية إلى الأمام (خبابة، 2004).
8. الرقابة على أداء الشركات، بحيث تعتبر سوق الأوراق المالية جهة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالٍ من الكفاءة، تتحسن أسعار أسهمها في البورصة، أما الشركات التي تتبع إدارتها سياسات غير كفوءة، فإنها تنتهي إلى نتائج أعمال غير مُرضية وتتجه أسعار أسهمها في السوق نحو الهبوط (جبر، 2007).

رابعا: العوامل المؤثرة على نشاط سوق الأوراق المالية

يتأثر نشاط سوق الأوراق المالية بالعديد من العوامل أبرزها: العوامل الاقتصادية، والعوامل السياسية، والعوامل النفسية للمستثمرين.

أ. **العوامل الاقتصادية:** تمثل سوق الأوراق المالية جزءً مهما في اقتصاد أي دولة، فإذا كان أداء الاقتصاد ضعيفا يكون أداء معظم الشركات ضعيفا أيضا، وإذا كان الاقتصاد نشطا فإن أداء معظم الشركات يكون كذلك، لذلك تعكس سوق الأوراق المالية الحالة الاقتصادية في الدولة، وكما هو معروف تؤثر الظروف الاقتصادية العامة في الدولة وخارجها على نشاط كافة القطاعات الاقتصادية ولكن بنسب مختلفة، ومن ثم التأثير على نشاط الأسواق المالية، وسيتم فيما بعد بيان آلية تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات سوق الأوراق المالية.

ب. **العوامل السياسية:** تلعب العوامل السياسية المحلية والدولية دورا بارزا في التأثير على نشاط الأسواق المالية، حيث أنها تؤثر مباشرة على نفسية المستثمرين خاصة الأجانب منهم، فلا يمكن لأي بلد من الفوز بثقة المستثمرين الأجانب إلا إذا اتسم نظامه السياسي بالاستقرار، وعليه يعد توفير المناخ السياسي المستقر عاملا أساسيا بالنسبة للمستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وهذا ما أثبتته الوقائع العملية، حيث

أن المستثمرين عادة ما يقبلون على تصفية استثماراتهم في الظروف التي يشوبها عدم الاستقرار (أبو الفتوح، 2005).

فإذا كان الحدث السياسي إيجابيا، فإن ذلك يدفع بالمستثمرين إلى الإقبال على شراء الأوراق المالية وبالتالي ارتفاع أسعارها، أما إذا كان الحدث السياسي سلبيا فإن ذلك يدفع المستثمرين إلى بيع الأوراق المالية، وبالتالي زيادة عرضها ومن ثم انخفاض أسعارها (الزيدي، 2009).

ج. **العوامل النفسية:** إن العوامل النفسية للمستثمرين لها تأثيراتها الهامة على نشاط واتجاه سوق الأوراق المالية بشكل عام، خاصة في ظل ضيق قاعدة الإفصاح المالي والمعلومات المالية في السوق، حيث أن غياب هذه البيانات يفسح المجال أمام الاجتهادات الشخصية والإشاعات، وعدم الاستقرار النفسي للمستثمرين بشكل جماعي قد يؤدي إلى رد فعل مضاعف ومغالى فيه، إذ يمكن للخفض المبدئي في أسعار الأسهم أن يسبب مخاوف للمستثمرين من تحقيق الخسائر، الأمر الذي يدفع الكثير منهم– وفقا لسلوك القطيع – إلى الخروج من السوق، بحيث تترجم ردود الأفعال المتتابعة إلى عمليات بيع متزايدة تؤدي في نهاية المطاف إلى انخفاض أسعار الأسهم بشكل لا يعكس قيمتها الحقيقية (اندراوس، 2005)؛ ومن بين التصرفات السلوكية التي يميل المستثمرون إلى اتباعها بدافع غريزي وبدون الثقة في نتائجها: الولاء لبعض الأسهم، الركض وراء الجموع، معاكسة التيار والاتجاه (التخالف)، الإكتئاب النفسي، سلوك الفرد وسلوك السوق كحشد من الناس (الرواشدة، 1999).

بالإضافة إلى بعض العوامل الأخرى المؤثرة على نشاط سوق الأوراق المالية والمتمثلة في الأداء غير الجيد للشركات وتلاعبها في إخفاء الحقائق، مما يعني عدم الشفافية وقلة المعلومات المتاحة للمستثمرين، وكذلك ظاهرة الاندماج بين الشركات، الخصخصة، النظم والتشريعات القانونية وغيرها من العوامل.

خامسا: سيولة سوق الأوراق المالية

ينصرف مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية إلى سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة، وثمة خصائص إذا توافرت فإن السوق تتصف بالسيولة وهي: عمق السوق، واتساع السوق وسرعة استجابة السوق.

أ. عمق السوق: تكون السوق عميقة إذا كان التعامل فيها نشط؛ بمعنى وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية، وفي حالة السوق العميقة يؤدي الخلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، ومؤدى ذلك أن الخسائر الرأسمالية التي قد تحدث تكون هامشية (الزرري، 2001)، وعلى العكس من السوق العميقة فإن السوق الضحلة (Shallow) تتصف بعدم استمرارية التعامل في الأوراق المالية، حيث يؤدي الخلل في التوازن بين العرض والطلب إلى تغيرات كبيرة في الأسعار، ففي حالة فائض الطلب قد يرتفع السعر إلى درجة أنَ من يرغب في الشراء قد ينتظر لفترة أخرى على أمل أن ينخفض السعر، وفي حالة فائض العرض ينخفض السعر مما يعرض حامل الورقة المالية لخسائر تجبره على تأجيل البيع، ومن أهم متطلبات السوق العميقة هو وجود وسائل اتصال فعالة بين المتعاملين مما يخلق استمرارية التعامل (اندراوس، 2005).

ب. اتساع السوق: تكون السوق متسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية، وذلك يحقق الاستقرار النسبي في سعرها، ومن ثم يقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وفي السوق المتسعة لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع (الزيدي، 2009).

ج. سرعة استجابة السوق: يقصد بها القدرة على معالجة أي اختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة، من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، ويضمن ذلك تخفيض الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية مما يقلل من تردده في بيعها، كما يضمن أيضا عدم انتظار المشتري المحتمل للورقة المالية لفترة لاحقة لشرائها بسعر أقل، وتتطلب هذه الخاصية توافر وسائل اتصال فعالة بين المتعاملين (اندراوس، 2005).

سادسا: مؤشرات نشاط سوق الأوراق المالية

هناك مؤشرات (معايير) عدة يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء ونشاط أسواق الأوراق المالية، ومعرفة درجة تقدمها ونضجها، وتتمثل أهم هذه المعايير في المؤشر العام لأسعار الأسهم، وحجم السوق، وسيولة السوق بالإضافة لدرجة التركيز.

أ. المؤشر العام لأسعار الأسهم (Stock Prices Index)

إن تحرك الأسهم يحرك عادة ما يطلق عليه بمعدل أو مؤشر السوق، وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق المالي، وبما أن المؤشر يقيس مستوى الأسعار في السوق، فإن هناك نوعان من المؤشرات، مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة، ومؤشرات تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة أو قطاع معين وتسمى المؤشرات القطاعية، وهذه المؤشرات يمكن أن تكون مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية للبلد، فإذا كانت حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الصعود يطلق على السوق بالسوق الصعودي (Bull Market)، وعندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط يطلق على السوق بالسوق النزولي أو الهبوطي (Bear Market) (الزعبي، 2000).

ويكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة بالنسبة لمختلف المتعاملين في السوق كونه يعطيهم فكرة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية، فهو يمثل مستوى مرجعي للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، حيث يسترشدون به من أجل توقيت وتحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، ويساعد في الحكم على مستوى إدارة المديرين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية (الحناوي والعبد، 2005)، كما أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المالية المختلفة تتم من خلال هذا المؤشر، بالإضافة إلى التعرف على نشاط السوق من خلال مقارنته بالسنوات السابقة (جابر، 1989).

ب. حجم السوق (Market Volume)

غالبا ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة.

ب.1 القيمة السوقية (رسملة السوق) (Market Capitalization)

يشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، وهناك من يعرفها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق، ولتحديد درجة تطور سوق الأوراق المالية يتم استخدام معدل رسملة السوق

والذي يقاس من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي يكون انعكاسا لإتساع حجم المعاملات المالية (Levine and Zervos, 1998)، غير أنه لا يمكن الاعتماد كليا على هذا المؤشر للدلالة على تطور السوق، إذ أن بعض أسواق الأوراق المالية تتميز بارتفاع القيمة السوقية فيها، في حين يكون حجم التعاملات بها صغيرا والذي يعني سوقا غير نشطة (اندراوس، 2005).

ب.2 عدد الشركات (Number of Companies)

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية والتي يتم تداول أوراقها المالية، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور سوق الأوراق المالية في البلد، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا ولكن إجمالي قيمة الأوراق المالية لتلك الشركات صغيرا (الدعمي، 2010).

ج. سيولة السوق (Market Liquidity)

تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها بسهولة في سوق الأوراق المالية، فالسيولة تجعل الاستثمار المالي أقل خطرا وذلك بتمكين المستثمرين من تغيير محافظ أوراقهم المالية بسرعة وبتكلفة قليلة (Levine and Zervos,1998)، وهناك مؤشران لقياس السيولة هما: حجم التداول، ومعدل دوران الأسهم.

ج.1 حجم التداول (Value of Trading)

يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل تداول الأسهم من خلال قسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي، والذي يشير إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، وبالتالي يعكس هذا المؤشر بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني بصفة عامة، ويبين

ملامح السوق ويشير إلى توقعات صعوده أو هبوطه في المستقبل، كما يعتبر عاملا أساسيا في التحليل الفني (اندراوس،2005).

ج.2 معدل دوران الأسهم (Share Turnover Ratio)

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد، للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال فترة زمنية، ويتم استخراج هذا المؤشر بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على القيمة السوقية خلال العام أو خلال أي فترة زمنية، وعليه يقيس معدل الدوران حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، ويستخدم هذا المؤشر كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما يشير ارتفاعه إلى كثافة التداول بشكل عام، وكلما زاد معدل دوران السهم كلما زادت سيولته وكلما كان سعره أقرب للسعر العادل له (طويرش، 2006). ويكمل معدل الدوران مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوقا صغيرة ولكنها نشطة، إذا كانت رسملتها السوقية صغيرة ولكن معدل الدوران فيها مرتفع (Levine and Zervos,1998).

د. درجة التركيز(Degree of concentration)

يقصد بدرجة تركيز التداول إذا ماكان حجم التداول مركزا في عدد محدد من الشركات المدرجة أو موزعا على عدد كبير منها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول (اندراوس، 2005). فارتفاع درجة التركيز تعني زيادة درجة سيطرة أسهم معينة على السوق، وهو ما يعني انخفاض الفرصة أمام المستثمر لتنويع استثماراته، وينعكس ذلك سلبيا على سيولة السوق، كما أنه يؤدي إلى زيادة درجة احتمال حدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب نتيجة وجود عدد من الأسهم الواعدة، وهو ما يؤدي إلى زيادة درجة المخاطر المصاحبة للاستثمار في سوق الأوراق المالية (أبو الفتوح، 2005).

3.1.3 العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية

يمكن تبيان العلاقة النظرية بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية من خلال ثلاث محاور رئيسة وهامة، الأول يتمثل في نظرية محافظ الاستثمار النقدية، أما الثاني فينصب على تفسير هذه العلاقة من منطلق الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق، والثالث يتعلق بفرضية التوقعات الرشيدة.

أ. فرضية محافظ الاستثمار النقدية (Monetary Portfolio Hypothesis)

يرى النقديون أمثال فريدمان وشوارتز (Friedman and Schwartzt) (1963) وكذلك برونر وميلتزر (Brunner and Meltzer) (1973) أن المخزون من النقود هو المحرك الأساسي للنظام الاقتصادي، وأن عملية تنظيم النقود أمر ضروري للاقتصاد، وتفسر الآثار المترتبة عن عملية زيادة عرض النقود من وجهة نظرهم في الفترة القصيرة على أنها تزيد السيولة النقدية لدى الأفراد والمؤسسات بحجم يفوق مستوى احتياجاتهم منها مما يقودهم إلى إعادة التوازن لثرواتهم، حيث صنف فريدمان أشكال الثروة إلى: النقود، والأصول النقدية كالسندات، والأصول المالية كالأسهم، والأصول الطبيعية كرأس المال العيني، ورأس المال البشري (Rozeff, 1974).

وترى نظرية محافظ الاستثمار النقدية أن المستثمرين يهدفون إلى تحقيق التوازن بين الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية (أسهم، سندات، نقود، شهادات الإيداع، دولارات حرة وغيرها) وذلك للوصول إلى أقصى عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطر؛ كما ترى النظرية أن السياسة النقدية من خلال الصدمات في عرض النقد تؤثر على أسعار الأسهم، إما مباشرة عن طريق إحداث التغيرات في المحافظ الاستثمارية، أو بطريق غير مباشر من خلال تأثير عرض النقد على المتغيرات الاقتصادية كالدخل وأسعار الفائدة، ومعدلات التضخم (ديابي والبازعي، 1998)؛ فأي تغيير تحدثه الدولة في سياستها النقدية من خلال تأثيرها على عرض النقود يؤدي مباشرة إلى تغير الكمية التوازنية للنقود في المحفظة الاستثمارية، فزيادة عرض النقود بسبب اتباع سياسة نقدية توسعية، يؤدي إلى اختلال التوازن بين عرض وطلب النقد في المحفظة الاستثمارية، مما يدفع المستثمرين إلى التخلص من كمية النقود غير المرغوب فيها بالشراء من الأصول الأخرى، كونهم لا يرغبون بالإحتفاظ بكمية النقود

دون أن تدر لهم عائدا. ومن جهة أخرى تؤدي الزيادة في عرض النقد إلى ارتفاع في مستوى الأسعار في الأجل الطويل، وهذا الارتفاع في الأسعار يزيد من احتمال حدوث موجات تضخمية في الاقتصاد، ومن ثم يكون لها أثرا إيجابيا على سعر الفائدة الإسمي، وبالتالي الارتفاع في سعر الفائدة الإسمي سوف يؤثر على توازن المحفظة الاستثمارية (Li, 2004)؛ ومن أجل تحقيق التوازن مرة أخرى يقوم المستثمرون بتغيير كل أو بعض مكونات هذه المحفظة من خلال القيام بعملية الإحلال بين الأصول المكونة للمحفظة وذلك استجابة منهم لأثر الثروة (Wealth Effect)، وهذا ما يترتب عليه تغير في أسعار تلك المكونات والتي يدخل من ضمنها الأسهم فيتغير سعرها، مما يدل على وجود علاقة سببية تتجه من السياسة النقدية (عرض النقد مثلا) إلى أسعار الأسهم، وعليه ترى هذه النظرية أنه يمكن للمتعاملين في السوق تطوير قاعدة للتعامل بالأسهم لتحقيق أرباح غير عادية بناءً على المعلومات السابقة الواردة عن التغيرات في السياسة النقدية (Rozeff, 1974).

ب. فرضية الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق : (Semi Strong Efficient Market Form Hypothesis)

تعد المعلومات من أهم الأركان الساندة لنجاح سوق الأوراق المالية وتطورها، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية والتخصيص الكفؤ للموارد المالية، بحيث تنعكس أهمية المعلومات على ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة سوق الأوراق المالية؛ ولقد أشار ساmolسون (Samuelson) عام (1965)، و(Mandelbrot) عام 1966، وفاما(Fama) عام (1970) إلى قناة أخرى للعلاقة بين أسعار الأسهم وعرض النقد فيما أصبح يعرف بفرضية كفاءة السوق المالي (ديابي والبازعي، 1998)، والتي تنص في صيغتها شبه القوية على أن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم فقط، وإنما تعكس كذلك المعلومات السابقة والحالية المعروضة والمتاحة للجمهور، والتوقعات التي تقوم على تلك المعلومات، سواءً تعلقت هذه المعلومات بالتقارير المالية، أو ظروف الصناعة، أو الظروف الاقتصادية والتي تعكسها السياسات الاقتصادية كالسياسة النقدية والسياسة المالية. وطبقا لهذه الفرضية، فإن أسعار الأسهم تستجيب آنيا وكليا للتغيرات في

السياسة النقدية المطبقة، وتبعا لذلك لا يمكن للمتعاملين في السوق تطوير قاعدة للتعامل بالأسهم لتحقيق أرباح غير عادية على حساب آخرين لمدة طويلة بناءً على معلومات سابقة وحالية عن التغير في السياسة النقدية (كذلك المتغيرات الاقتصادية)، وهذا راجع إلى أن تلك المعلومات متوفرة ومستخدمة من قبل جميع المستثمرين ومنعكسة كليا وآنيا على أسعار الأسهم (Mehrara, 2006)، وفي هذه الحالة يصبح التعامل في السوق بمثابة لعبة عادلة (fair game)، وبالتالي في ظل هذه الفرضية فإنه لا يوجد فرق ما بين سعر السهم في السوق وقيمته الحقيقية، حيث يحقق المستثمرون أرباحا عادية فقط. وعليه إذا كانت السوق كفؤة بالنسبة للمعلومات وبالتالي توفر ما يسمى بالكفاءة المعلوماتية (The Informational Efficiency)، فإن أسعار الأسهم سوف تستجيب فقط للإعلانات غير المتوقعة، باعتبار أن التغيرات المتوقعة تكون ضمن المعلومات المتاحة وبالتالي لا يكون لها أثر في تحديد أسعار الأسهم، وفي هذا الإطار لا يمكن الاستفادة من المعلومات السابقة والحالية لمعرفة أسعار الأسهم في المستقبل (Rozeff, 1974)؛ أما في حالة غياب الكفاءة المعلوماتية، فهذا يعني مقدرة بعض المتعاملين على الحصول على أرباح غير عادية من جراء اطلاعهم على معلومات خاصة غير متاحة لكافة المتعاملين، ومن هنا يتبين أن عدم إتاحة كافة المعلومات المتعلقة بسهم ما للمستثمرين، وعدم كفاءة السوق يعني عدم قدرة هذا السوق على لعب الدور الفعال في توجيه الموارد المالية نحو القطاعات الأكثر إنتاجية والأكثر فائدة للاقتصاد، وبالتالي عدم التخصيص الكفؤ للموارد (Bhattacharya and Mukerjee, 2003).

ج. فرضية التوقعات الرشيدة (Rational Expectations Hypothesis)

تنص هذه الفرضية على أن المستوى الحالي لأسعار الأسهم يعكس في جزء منه الأحوال الاقتصادية المستقبلية والتي قد تتضمن ضمن أشياء أخرى الصدمات النقدية، فإذا كانت سوق الأسهم تتصف بالكفاءة فإن الجزء غير المتوقع من السياسة النقدية (عرض النقد مثلا) هو الذي يؤثر على الأسعار، ويمثل السلوك غير المتوقع لسياسة ما معلومات جديدة للأسواق المالية ينبغي الاستفادة منها (ديابي والبازعي، 1998).

وتقدم فرضية التوقعات الرشيدة تبريرا آخر لافتراض عدم وجود علاقة بين أسعار الأسهم ومعلومات السياسة النقدية، وينطلق أصحاب هذه المدرسة في التحليل من أن سلوك الوحدات الاقتصادية يتحدد على أساس تعظيم المنافع إلى أقصى حد ممكن، وتقليل الخسائر إلى أدنى حد ممكن، وأمام كل وحدة اقتصادية والتي يدخل ضمنها المتعاملين في سوق الأوراق المالية كما معينا من المعلومات عن المتغيرات الاقتصادية، بما فيها المعلومات المتعلقة بالتغيرات في السياسة النقدية، كما تفترض أن هؤلاء المتعاملين يستخدمون هذه المعلومات بكفاءة عالية لتوقع ما تكون عليه هذه المتغيرات مستقبلا، ومن ثم اتخاذ القرارات الواقعية والصحيحة بشأن كل متغيرات السياسة الاقتصادية، وبالتالي سوف لا يكون لمثل هذه التغيرات في السياسة الاقتصادية (مثلا السياسة النقدية) إلا تأثير ضئيل لا يؤخذ بالحسبان (الدعمي، 2010)، لذا تعتمد أسعار الأسهم على ما سيحدث للمتغيرات الاقتصادية في المستقبل ومن هذه التغيرات الصدمات النقدية، وفي هذا الإطار يمكن تعريف الصدمة النقدية بأنها الفرق بين السياسة المدركة (Realized) للسلطات النقدية والسياسة المتوقعة (Predicted) من قبل وحدات اتخاذ القرار، ومن هنا تخلص نظرية التوقعات الرشيدة إلى عدم فعالية السياسة النقدية ما لم تكن مفاجئة، ويطلق على هذه فرضية عدم فعالية السياسة (Policy Ineffectiveness)؛ وتبعا لهذه الفرضية يعتقد منظروا التوقعات الرشيدة أن تغيرات السياسة المتوقعة تكون مأخوذة في الحسبان من قبل المستثمرين ومن ثم فلن يكون لها أي أثر حقيقي على أسعار الأسهم، وسيكون التأثير فقط للتغيرات غير المتوقعة، حيث أنها تحرف المتغير الاقتصادي عما كان متوقعا (ديابي والبازعي، 1998).

على ضوء ما تقدم، يتضح وجود تعارض ما بين نظرية محافظ الاستثمار النقدية من جهة وفرضية كفاءة السوق في صيغتها شبه القوية وفرضية التوقعات الرشيدة من جهة أخرى، فبينما تفترض الأولى بأن عرض النقد يؤثر على أسعار الأسهم بصورة متباطئة من خلال أثر الثروة وذلك عند محاولة المستثمرين إعادة التوازن لمحافظهم الاستثمارية بعد اختلالها، ترى الفرضيتين الثانية والثالثة بأن أسعار الأسهم تعكس كافة

المعلومات المتاحة بشكل آني وذلك لافتراض عدم وجود علاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم (Rozeff, 1974).

4.1.2 اتجاه العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية

هناك مناقشة بين الاقتصاديين فيما يخص طبيعة واتجاه العلاقة بين السياسة النقدية وأداء سوق الأوراق المالية، حيث اختلفت وجهات النظر بين هؤلاء، وأكدت على ذلك العديد من الدراسات التطبيقية والتي بينت اختلاف اتجاه العلاقة القائمة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية، فبعض الدراسات توصلت إلى أن السياسة النقدية تؤثر على نشاط سوق الأوراق المالية، في حين توصل البعض الآخر منها إلى وجود تأثير لأسعار الأسهم على السياسة النقدية. وفي هذا الإطار هناك وجهتي نظر فيما يخص اتجاه هذه العلاقة؛ فالنهج الإستباقي (Proactive Approach) يرى أن راسمي السياسة النقدية عندما يغيرون في عرض النقد وأسعار الفائدة فإنهم بذلك يؤثرون على حركة أسعار الأسهم مباشرة، كما يؤثرون بطريقة غير مباشرة عليها من خلال تأثير السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية، وعليه يولي المستثمرون في سوق الأسهم اهتماما كبيرا للتغيرات في السياسة النقدية ويتخذون استراتيجيتهم وقراراتهم في تشكيل محافظهم الاستثمارية بناءً على موقف السلطات النقدية، والتي يستدل بها من خلال التغيرات في سياسة البنك المركزي، وهذا ما سيتم التطرق إليه لاحقا. أما النهج التفاعلي (Reactive Approach) فيرى أن السلطة النقدية تستجيب للتغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم، ففي حالة وجود عدم استقرار في سوق الأوراق المالية بسبب التقلبات الكبيرة في أسعار الأسهم والتي من المحتمل أن تؤثر على حالة الاقتصاد الوطني، فإن هذا الوضع يتطلب تدخلا من قبل السلطة النقدية وذلك من أجل توفير نوع من الاستقرار النسبي في السوق بحيث تسمح بتغيرات الأسعار وفق أسس مقبولة، وهذا حتى لا يتضرر الاقتصاد.

من جهة أخرى، يرى أصحاب النهج التفاعلي كذلك أن التغير في حركة أسعار الأسهم ينعكس على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي كالتضخم، والناتج الإجمالي وغيرها ومن ثم يؤثر على قرارات السلطة النقدية (Ioannidis and , 2008

Kontonikas)، فمثلا الزيادة في أسعار الأسهم تؤدي إلى زيادة التضخم والناتج في الأجل القصير، وذلك مرجعه أن ارتفاع أسعار الأسهم يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكي من خلال أثر الثروة (Wealth Effect) وزيادة الإنفاق الاستثماري من خلال أثر Q توبن (Tobin' Q-Theory of Investment)، ومن ثم يؤثر على الطلب الكلي، هذا ما يؤدي إلى استجابة الأسعار ببطء ومن ثم الارتفاع في مستوى الأسعار وزيادة معدل التضخم، وعليه تستجيب أسعار الفائدة وعرض النقد لسياسة البنك المركزي التي تستهدف معدل التضخم وذلك من خلال اتباع سياسة نقدية انكماشية من أجل كبح التضخم الناتج عن زيادة الطلب الكلي (Maskay and Chapman , 2007).

فمن جانب الاستهلاك، أوضح الاقتصادي موديلياني (Modigliani) من خلال نظريته "نموذج دورة الحياة" حول تأثير الثروة على الاستهلاك، الدور الذي يمكن أن تلعبه السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي من خلال تأثير ميزانيات المستهلكين على قراراتهم الاستهلاكية، حيث بين أن الإنفاق الاستهلاكي للأفراد يعتمد بالإضافة إلى دخلهم الحالي على الموارد المالية التي يحصلون عليها والتي تعتبر عوائد الأسهم أحد المكونات الرئيسة لها، وعليه زيادة أسعار الأسهم يؤدي إلى زيادة ثروة الأفراد، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة إنفاقهم الاستهلاكي على السلع والخدمات (العضايلة، 2010) ومن ثم زيادة الطلب الكلي والذي يؤدي في كثير من الحالات إلى زيادة معدلات التضخم، هذا ما يجعل السلطة النقدية تتدخل للحد من هذه الارتفاعات من خلال سياستها النقدية، وفي هذه الحالة يمكن القول أن أسعار الأسهم تلعب دورا في التأثير على قرارات السلطة النقدية.

من جهة أخرى يؤدي انخفاض أسعار الأسهم إلى زيادة الطلب عليها، وبالتالي فإن جزءً كبيرا من ثروة الأشخاص تستثمر في شراء الأسهم بدلا من شراء السلع والخدمات، وهذا سوف يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة زيادة الطلب عليها، وبنفس الوقت فإنه من المتوقع أن ينخفض المستوى العام للأسعار نظرا لانخفاض حجم النقود السائلة وانخفاض الطلب على السلع والخدمات (الزعبي، 2004)، فانخفاض الطلب الكلي قد يؤدي إلى انخفاض مستوى النشاط الاقتصادي وبالتالي

احتمال الدخول في حالة من الركود الاقتصادي، الأمر الذي يتطلب تدخلا من السلطة النقدية لرفع مستوى النشاط الاقتصادي.

وفي جانب الاستثمار، ومن خلال قناة الميزانية، يؤثر انخفاض أسعار الأسهم على مستوى الأرباح، مما يؤدي إلى انخفاض حجم التمويل اللازم للاستثمارات وبنفس الوقت ارتفاع تكلفة تمويل الاستثمار، وهذا بدوره سيؤثر سلبيا على حجم الاستثمارات وبالتالي على حجم الإنتاج، كما سيرافق ذلك ارتفاع في مستويات الأسعار خاصة في حالة ازدياد الطلب، وفي نهاية الأمر تظهر حالة الكساد التضخمي، مما يتطلب التدخل من طرف السلطة النقدية لمواجهة هذا الوضع (الزعبي، 2004).

ولقد قدمت نظرية توبن (Tobin) تفسيرا لدور سوق الأسهم في الاقتصاد، فقد بينت أنه في حالة تزايد أسعار الأسهم فإن ذلك يعني تزايد قيمة Q والتي تعني زيادة القيمة السوقية للمنشأة وزيادة صافي ثروتها، الأمر الذي يمكنها من زيادة الاقتراض ومن ثم زيادة الإنفاق الاستثماري ومعدلات النمو الحقيقي والذي يؤدي إلى ارتفاع الأسعار بسبب زيادة الطلب (Takeshi and Vidhan, 2001).

وتؤثر تقلبات أسعار الأسهم كذلك بشكل كبير على النظام المصرفي، حيث يؤدي تراجع أسعار الأسهم للشركات إلى عجز المقترضين (أفراد أو شركات) الذين حصلوا على قروض بضمانة تلك الأسهم في سداد مستحقات البنوك التي قد تتكبد خسائر بدورها، وتفقد جزءً من قدرتها على منح القروض للمستثمرين والمستهلكين، الأمر الذي يساهم في انخفاض حجم الائتمانالمقدم من طرف هذه البنوك.

وضمن هذا السياق هناك أمثلة واقعية تؤيد فكرة أن مستوى أسعار الأسهم يؤثر في قرار الدولة بشأن السياسة النقدية، فعندما انخفضت أسعار الأسهم في السوق المالي الأمريكي عام 1991، نادى الكثير في تلك الفترة بضرورة تدخل السلطات النقدية من أجل تخفيض أسعار الفائدة لتحقيق زيادة في كمية النقود المعروضة، والتي تعمل بدورها على تخفيض معدل العائد المطلوب على الاستثمار إلى مستوى ينشط في ظله الاستثمار، وتعود فيه أسعار الأسهم إلى مستواها الذي كانت عليه في السابق، وكذلك في ظل الأزمة الآسيوية عام 1997 والتي امتدت إلى دول أمريكا اللاتينية، حيث حققت أسواق المال في البرازيل أكبر خسائرها، وتعددت عمليات بيع الأسهم في

الأيام التالية، قام البنك المركزي البرازيلي بمضاعفة أسعار الفائدة للدفاع عن العملة البرازيلية (اندراوس، 2005)، ولكن تبقى هذه الأمثلة تنطبق على أسواق مختلفة وضمن معطيات وظروف مختلفة.

5.1.2 قنوات تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية

في ظل الاستثمار المالي هناك نوعان من تحليل البيانات والمعلومات المتاحة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، تحليل أساسي (Fundamental Analysis) وتحليل فني (Technical Analysis)، فالتحليل الأساسي يهتم بتحليل المعلومات المتعلقة بالقطاع والوضع المالي والأرباح المحتملة للشركة، وتحليل المعلومات المتاحة عن المتغيرات الاقتصادية الكلية والتي تلعب دورا هاما في تحديد السعر الذي يباع به السهم، أما التحليل الفني فيعني تحليل المعلومات السابقة عن أسعار الأسهم وأحجام التداول من أجل التنبؤ بالتغيرات التي تحدث في أسعار هذه الأسهم وأحجام التداول في المستقبل (جابر، 1989).

وضمن مفهوم التحليل الأساسي، تعتبر السياسة النقدية وأدواتها من أهم العوامل المؤثرة على سوق الأوراق المالية والتي تعمل ضمن الاقتصاد الوطني، وقد حظيت العلاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم باهتمام العديد من الاقتصاديين، وكثر الجدل حول طبيعة هذه العلاقة كونها مباشرة أو غير مباشرة، إيجابية أو سلبية، وفي هذا السياق يتم البحث في هذه العلاقة من وجهات نظر مختلفة. بالإضافة إلى توضيح أهم قنوات التأثير المختلفة (المباشرة وغير المباشرة) للسياسة النقدية على سوق الأوراق المالية.

أولا: القنوات المباشرة لتأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية

يمثل البنك المركزي مؤسسة نقدية تتركز مسؤوليتها الرئيسة في إدارة السياسة النقدية، ومن خلال أدوات السياسة النقدية يؤثر البنك المركزي على المعروض من النقود، وأسعار الفائدة ومن ثم على أسعار الأسهم ونشاط سوق الأوراق المالية، وفيما يلي أهم القنوات المباشرة لتأثير السياسة النقدية على أسعار الأسهم.

1. تأثير عرض النقد على سوق الأوراق المالية

يتمثل أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في مدى السيطرة والقدرة التي تمارسها السلطة النقدية على المعروض من النقود، ويعد هذا المتغير هاما في إحداث تأثير مباشر على أسعار الأسهم، وباعتبار أن البنك المركزي هو المتحكم جزئيا في السيولة النقدية المتوفرة للاقتصاد، فإنه من خلال سياساته المختلفة يؤثر على نشاط سوق الأوراق المالية وبالتحديد على أسعار الأسهم، فتوسع البنك المركزي في شراء الأوراق المالية من البنوك في إطار عمليات السوق المفتوحة يؤدي إلى زيادة قدرة البنوك على التوسع في الإقراض والاستثمار، ومن ثم زيادة عرض النقد وتخفيض أسعار الفائدة في السوق، وبالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية وعلاج مشكلة السيولة لدى البنوك (جبر، 2007).

ومن المعلوم أن السعر الذي يباع به السهم في السوق يتحدد جزئيا بمتغيرين اثنين هما التدفقات النقدية المتوقعة (المستقبلية) ومعدل العائد المطلوب، وهذان المتغيران يتحددان على ضوء الظروف السائدة داخل الشركة أو الظروف الاقتصادية السائدة داخل الدولة وخارجها، فالسياسة النقدية يمكن أن تعطي إشارات عن الاتجاهات المستقبلية للاقتصاد ومن ثم توفر معلومات عن التدفقات النقدية المستقبلية. وتتجلى العلاقة بين عرض النقد وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية عن طريق ربطها بمعدل الخصم، حيث تتحدد أسعار الأسهم على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتم حسابها على أساس خصم تلك القيم على معدل خصم معين، وباعتبار وجود علاقة بين عرض النقد ومعدل الخصم فإن ذلك يدل على وجود علاقة بين عرض النقد والتدفقات النقدية المستقبلية ومن ثم بأسعار الأسهم (Maskay 2007 and Chapman ,).

ووفقا للاقتصاديين، فإن النظرية النقدية الحديثة يمكن استخدامها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في أسعار الأسهم، وتقوم الفكرة الأساسية لهذه النظرية على أن الإمدادات النقدية المتزايدة تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بطريقتين، طريقة مباشرة وغير مباشرة، فالطريقة المباشرة تتمثل في أن زيادة العرض النقدي تدفع بالأفراد والمؤسسات إلى أن ينفقوا أكثر على السلع والأصول المالية والمتضمنة الأسهم، وذلك من خلال أثر

السيولة (Liquidity Effect) وأثر الثروة (Wealth Effect) في إطار نظرية المحفظة الاستثمارية، مما يزيد الطلب عليها فيرفع من أسعارها (البدري والخوري، 1997). أما الطريقة غير المباشرة فتتمثل في أن الزيادة في عرض النقد تؤثر على القيمة النقدية للسهم من خلال تأثيرها على سعر الفائدة، فالسياسة النقدية التوسعية تخفض في الأجل القصير من سعر الفائدة الإسمي، ومن ثم تؤثر على سعر الفائدة الحقيقي، الأمر الذي يؤدي إلى تحسن التوقعات بشأن زيادة الناتج الإجمالي المستقبلي، ومن ثم زيادة التدفقات النقدية المستقبلية وارتفاع قيمتها الحالية بسبب انخفاض سعر الخصم تبعا لانخفاض سعر الفائدة، وبالتالي تزداد الاستثمارات في الأسهم نتيجة توقع ارتفاع في القيمة النقدية لها فترتفع أسعارها (Bernanke and Kuttner, 2005). كما أن انخفاض سعر الفائدة تبعا لزيادة عرض النقد يعمل على زيادة الاستثمار الذي ينعكس بدوره على زيادة الإنتاج وتخفيض نسبة البطالة، وهذا يؤثر إيجابيا على أرباح الشركات، حيث تزداد العوائد الحقيقية الحالية والمتوقعة وبالتالي تصبح أسهم هذه الشركات أكثر جاذبية للمستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها (Wong et al., 2005).

من جهة أخرى هناك تأثير سلبي للزيادة في عرض النقد على أسعار الأسهم وهذا حسب النظرية الكمية التقليدية للنقود (الكلاسيك)، التي ترى أن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار وزيادة التضخم الذي ينجم عنه ارتفاع في الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض القيمة الحقيقية للنقود التي يبدي المستثمر استعداده لأن يشتري بها الأسهم. وبما أن القيمة السوقية لسهم الشركة تتحدد جزئيا على ضوء حجم التدفقات النقدية المتوقعة والحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، يمكن القول أن النتيجة النهائية لتأثير عرض النقد على أسعار الأسهم يتوقف على حجم تأثيرها على كل من هذين المتغيرين (Mohammad et al ., 2009)، فإذا كان التأثير الإيجابي لزيادة عرض النقد على أرباح الشركات أكبر من تأثيره السلبي على معدل العائد المطلوب على الاستثمار الناجم عن التضخم، فيتوقع أن يكون لزيادة عرض النقد أثر إيجابي على أسعار الأسهم، أما إذا كان التأثير الإيجابي لزيادة عرض النقد على أرباح الشركات أقل من تأثيره السلبي

على معدل العائد المطلوب على الاستثمار الناجم عن التضخم، فيتوقع أن يكون لزيادة عرض النقد أثر سلبي على أسعار الأسهم (الرفاعي، 1999).

وحسب فرضية التوقعات التضخمية (Expected Inflation Hypothesis) التي تحدث عنها (Fama) عام 1975، فترى أن الزيادة غير المتوقعة في عرض النقد تؤدي إلى زيادة التوقعات بشأن حدوث موجات تضخمية تعمل على رفع سعر الفائدة الإسمي قصير الأجل، وبالتالي الارتفاع في سعر الفائدة الإسمي يؤدي إلى احتمال انخفاض الناتج والنشاط الاقتصادي في المستقبل، وبالتالي انخفاض حجم التدفقات النقدية المستقبلية للشركات، ومن ثم انخفاض أسعار أسهمها، وعليه فإن العلاقة بين أسعار الأسهم والتوقعات التضخمية هي علاقة عكسية (Li, 2004).

أما فرضية السياسة المتوقعة (Policy Anticipation Hypothesis) بقيادة (Urich and Wachtel عام 1981)، فترى أن الزيادة في عرض النقد في الوقت الحاضر تؤدي إلى توقع اتباع سياسة نقدية انكماشية في المستقبل من طرف السلطة النقدية، الأمر الذي يؤدي إلى توقع ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، والتي ينجم عنها انخفاض حجم الاستثمار وحجم الناتج المستقبلي، ومن ثم انخفاض أرباح الشركات بسبب انخفاض التدفقات النقدية المستقبلية المخصومة على معدل تكلفة رأس مال مرتفع، والتي تؤدي في النهاية إلى انخفاض أسعار الأسهم (and Triantafillou, 2007 Tessaromatis).

وترى فرضية علاوة المخاطر (Risk Premium Hypothesis) أن الزيادة الإيجابية غير المتوقعة في عرض النقد تؤدي إلى زيادة علاوة المخاطر بسبب زيادة حالة عدم التأكد، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة معدل العائد المطلوب، ومن ثم تنخفض أسعار الأسهم (Li, 2004).

كما ترى فرضية النشاط الاقتصادي الحقيقي (Real Activity Hypothesis) بقيادة (Cornell) عام 1983 بأن صدمة زيادة عرض النقد تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، فهي ترى أن التغير في كمية النقود المعروضة هو إشارة ودليل على زيادة الطلب عليها وذلك بسبب التوقعات بزيادة الإنتاج والنشاط الاقتصادي، الذي يتضمن بدوره

زيادة في التدفقات النقدية للشركات ومن ثم زيادة في أسعار الأسهم (2005 ,Bernanke and Kuttner).

ويتوقع أن تؤدي زيادة عرض النقد إلى زيادة حجم الاستثمارات، وبما أن جزءً من هذا الاستثمار سيتم تمويله عن طريق طرح أدوات تمويل جديدة، فمن المتوقع أن يترك آثارا إيجابية على أسعار الأسهم وحجم التداول، ولكن قد يظهر أثر سلبي لزيادة عرض النقد يتمثل في حجم الإصدارات الجديدة، حيث أن الزيادة في عرض النقد قد يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يؤدي إلى امتصاص جزء لا بأس به من السيولة المتاحة، والذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم (الزعبي، 2000).

2. تأثير سعر الفائدة على سوق الأوراق المالية

تمارس أسعار الفائدة تأثيرا هاما على سوق الأوراق المالية، فالسياسة النقدية الانكماشية تحمل أنباء سيئة تنعكس على الأسهم لأنها تعمل على رفع أسعار الفائدة، بالمقابل تحمل السياسة النقدية التوسعية أنباء جيدة تؤدي إلى خفض أسعار الفائدة. وفيما يلي كيفية تأثير أسعار الفائدة على أسعار الأسهم ومن ثم على نشاط سوق الأوراق المالية.

أ. تأثير سعر الفائدة على الودائع لأجل على أسعار الأسهم

إن تفضيل المستثمر الرشيد في إطار نظرية المحفظة الاستثمارية لبديل استثماري دون الآخر يخضع لإعتبارات عدة، من بينها معدل العائد من الاستثمار، ودرجة السيولة والمخاطرة التي يتضمنها الاستثمار، وذلك لتعظيم المنفعة من الفرص الاستثمارية على أساس مبدأ التنويع عند تخصيص رأس المال المستثمر (فليح، 2006)؛ وكما هو معروف تختلف درجة المخاطرة في السوق النقدي مقارنة بسوق الأوراق المالية، حيث تنخفض درجة المخاطرة في السوق النقدي، بالمقابل تتعرض سوق الأوراق المالية لكثير من التقلبات المفاجئة والمحتملة والتي سرعان ما يستجيب لها هذا الأخير، بحيث تنعكس على أسعار معظم الأوراق المالية التي يتم تداولها، ومن ثم يجعل الاستثمار فيها أكبر خطورة (التميمي، 2010). ويمثل الاستثمار في الأسهم أحد القنوات الاستثمارية المتاحة أمام ذوي الفوائض المالية، ومن القنوات

الاستثمارية الأخرى هو إيداع المدخرات المالية لدى البنوك مقابل الحصول على فائدة، فلو نظرنا إلى الودائع لدى البنوك على أنها تمثل استثمارا قليل المخاطرة وعالي السيولة، فإن تفضيل المستثمر لهذا البديل عوضا عن الاستثمار في الأسهم يكون متأثرا في الغالب بسعر الفائدة الذي سيحصل عليه (سلامة، 1997 ب)، فهذا الأخير يعتبر من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تؤثر على القرار الاستثماري وكيفية استخدام الأموال في مجالات الادخار والاستثمار، لأن المستثمر الرشيد يأخذ بعين الاعتبار عامل التنويع عند تشكيل محفظته الاستثمارية، وتعتبر الودائع من العناصر التي يمكن أن تدخل في تكوين المحفظة والتي تمثل بديلا للأسهم، وعليه ارتفاع سعر الفائدة على الودائع باعتباره تكلفة الفرصة البديلة، يشكل حافزا لذوي الفوائض المالية لإيداع أموالهم في البنوك، إذ يزداد الطلب عليها على حساب مخصصات الأسهم، وبالتالي الابتعاد عن الاستثمار في الأسهم مما ينعكس سلبيا على مستويات أسعارها فتنخفض (الطراونة، 2004). ومن جهة أخرى، عند ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع يميل المستثمرون إلى تصفية مراكزهم الاستثمارية وذلك ببيع جزء من أسهمهم وتحويلها إلى سيولة نقدية بهدف إيداعها في البنوك بأسعار فائدة عالية بدلا من تحمل مخاطر الاستثمار في الأسهم، وإذا ما اتجه عدد كبير من هؤلاء المستثمرين لبيع أسهمهم، فإنه ينتج عن ذلك عرض كثيف من الأسهم وبالتالي هبوط في أسعارها (بني هاني، 2002).

ب. تأثير سعر الفائدة على القروض على أسعار الأسهم

إن بعض المتعاملين بالأسهم يلجؤون إلى البنوك والمؤسسات المالية للحصول على قروض وتسهيلات ائتمانية لاستثمارها في الأسهم، وقد أشار الأدب الاقتصادي العالمي إلى العلاقة العكسية بين تغيرات أسعار الفائدة على القروض وأسعار الأسهم، والفكرة التي يستند عليها الباحثون في إطار هذه الفرضية هي أن اتباع السلطة النقدية لسياسة نقدية توسعية يؤدي إلى توسع البنوك في منح الإئتمان، وهذا يمكّن الأفراد من الحصول على القروض البنكية بأسعار فائدة متدنية والاتجاه نحو سوق الأسهم سبيلا للاستثمار، وذلك للاستفادة من الفرق بين مقدار العائد المتوقع تحقيقه نتيجة الاستثمار في الأسهم (الأرباح) وبين تكلفة اقتراض النقود (سعر الفائدة) التي يتحملونها

والمنخفضة نسبيا (الدعمي، 2010)، واندفاع الجمهور لإتباع هذا الأسلوب يدفع بأسعار الأسهم إلى أعلى بسبب زيادة الطلب عليها مع الاستقرار في عرضها، ويحصل العكس في حالة ارتفاع أسعار الفائدة، وهو الأمر الذي يمثل عائقا أمام المتعاملين بحيث يجنبهم الاقتراض من البنوك ويبعدهم عن التعامل بالأسهم وهذا خوفا من أن لا تغطي العوائد الناجمة جراء الاستثمار في الأسهم كلفة الأموال التي اقترضوها من البنوك، الأمر الذي يقلل من طلب الأفراد على الأسهم مما يخلق ضغطا على اتجاهات الأسعار للانخفاض (سلامة، 1997 ب)؛ ومثال ذلك أنه طالما باستطاعة الفرد أن يقترض النقود بأسعار فائدة منخفضة ولتكن 3% مثلا، ومن ثم استخدامها في شراء الأسهم التي تغل عائدا بنسبة 8% مثلا، فإن المستثمرين سوف يجدون من المربح لهم اقتراض النقود وشراء الأسهم، ومن جانب آخر عندما تكون النقود نادرة ولا يمكن اقتراضها إلا بأسعار فائدة عالية، حينئذ سيدرك المستثمرون عجزهم عن تحقيق مثل هذا الربح وبالتالي يقومون ببيع مخزونهم من الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى هبوط أسعارها (الموعد، 2005).

من جهة أخرى تمارس أسعار الفائدة تأثيرا مهما على الدورة التجارية، وترتبط التقلبات الحاصلة في النشاط الاقتصادي في جزء منها باتجاهات أسعار الفائدة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1962-1989) سبب الارتفاع في أسعار الفائدة هبوطا في النشاط الاقتصادي، إضافة إلى الهبوط في مستوى الاستهلاك، والتضخم والإنتاج الصناعي. فالزيادة في أسعار الفائدة من شأنه أن يخفض الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري في مختلف القطاعات الاقتصادية، وبالتالي يؤدي انخفاض الطلب إلى انخفاض حجم المبيعات ومن ثم الأرباح (الموعد، 2005)، وفي جو يسوده التشاؤم تزداد المصاعب المالية التي تواجه الشركات خاصة في مجال التمويل، فمع استمرار الارتفاع في أسعار الفائدة ترتفع تكاليف الاقتراض وبالتالي لا يكون هناك حافزا للتوسع في الاستثمار، ويكون ذلك على حساب الأرباح الموزعة لحملة الأسهم، ومن الطبيعي أن يكون لانخفاض الأرباح الموزعة آثارا سلبية على رغبة المستثمرين في شراء الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها (الرفاعي، 1999).

ومع ذلك، فإن اتباع سياسة نقدية توسعية تسمح بتسهيل منح الائتمان من خلال أسعار فائدة منخفضة، هذا ما يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل والتي تنعكس على الأسعار التي تحددها الشركات لمنتجاتها، وهو ما يمكن أن يزيد من الطلب على إنتاج الشركة، ويزيد هذا الارتفاع في الطلب بدوره من تخفيض التكلفة التمويلية، ويتسبب في زيادة الأرباح وزيادة احتمالات النمو للشركات، ومن ثم زيادة قدرتها على توزيعات الأرباح وخفض معدل العائد المطلوب، وبالتالي زيادة الطلب على أسهمها، ومن ثم ارتفاع أسعارها (حماد، 2002).

ج. تأثير سعر فائدة السندات على أسعار الأسهم

لقد أعطى الاقتصاديون الدارسون لسوق الأسهم وعلاقته بسعر الفائدة اهتماما كبيرا للفارق بين عوائد الأسهم وعوائد السندات، وهذا الاهتمام ناجم عن الاعتقاد أن للفرق بين العائدين تأثير على أسعار الأسهم، فعندما تكون العوائد المتوقعة من الأسهم عالية بالمقارنة مع عوائد السندات فإن المستثمرين يوجهون أموالهم نحو شراء الأسهم وتخفيض الأرصدة النقدية المستثمرة في شراء السندات. ومن جهة أخرى عندما يكون الفارق بين العائدين ضئيلا فإن المستثمرين سيترددون في تحويل أرصدتهم النقدية من السندات إلى شراء الأسهم، وذلك لأن الفارق بين العوائد في هذه الحالة لا يعوض المخاطر الناجمة عن الإحتفاظ بالأسهم بدلا من السندات، على افتراض أن السندات أقل مخاطرة من الأسهم خاصة السندات الحكومية (Richard and Edward, 1982).

ويعد العائد على أذونات الخزانة (Treasury Bill Rate) والسندات الحكومية مقياسا مقبولا لسعر الفائدة الخالي من المخاطرة، وتعود أهمية هذا السعر كونه يمثّل مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمرون دون تحمل المخاطرة، ولما كان الاستثمار في الأسهم يتأثر بمعدل العائد المطلوب والذي عادة ما يتضمن سعر الفائدة الخالي من الخطر بالإضافة إلى علاوة المخاطرة (Risk Premium)، فإن أي زيادة في سعر الفائدة الخالي من المخاطرة، بافتراض ثبات باقي العوامل تؤدي إلى زيادة معدل العائد المستخدم في تقييم الأسهم وذلك في إطار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، مما يجعل الأفراد يتوجهون نحو الاستثمار في أذونات الخزانة والسندات الحكومية، فينخفض الطلب على الأسهم ويؤدي في النهاية إلى انخفاض أسعارها (مطاوع،

2005)، وفي ظل سعر فائدة مرتفع على أذونات الخزانة أو السندات الحكومية، فإن هناك مبررا واحدا فقط للاستثمار في الأسهم بدلا من أذونات الخزانة، وهو أن سعر السهم يحقق عائدا متوقعا أعلى بدرجة كافية من سعر الفائدة الخالي من المخاطرة (Menike, 2006).

مما سبق، يمكن القول أن تأثير أسعار الفائدة على أسعار الأسهم يتم عبر قناتين، الأولى مباشرة من خلال السوق المالي وذلك بالمقارنة بين العوائد الخاصة بالسوق النقدية من جهة وعوائد سوق الأسهم من جهة خرى، أما القناة الثانية فهي غير مباشرة وتسمى قناة السوق السلعية، حيث أن تأثير أسعار الفائدة يتم عبر النشاط الاقتصادي ومستوى الأرباح أولا ثم على أسعار الأسهم ثانيا.

ثانيا: القنوات غير المباشرة لتأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية

يتمثل التأثير غير المباشر للسياسة النقدية على سوق الأوراق المالية من خلال تأثيرها على العديد من المتغيرات الاقتصادية كمعدلات التضخم، وسعر صرف العملة المحلية والناتج الإجمالي، فهذه الأخيرة تعتبر من أهم المتغيرات التي تستهدفها السلطة النقدية عند اتباع سياستها النقدية، وبالتالي يمكن أن يكون لها تأثيرا على أسعار الأسهم وعلى نشاط سوق الأوراق المالية.

1. تأثير التضخم على أسعار الأسهم

التضخم هو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، ويعتبر من أهم المتغيرات التي تسعى السلطات النقدية لتحقيق نوع من الاستقرار فيه، فهذا الأخير يتأثر بدرجة كبيرة بالعرض النقدي. والتضخم له أهمية كبيرة في تحديد تحركات أسعار الأسهم وهاما للتمييز بين العائد النقدي والعائد الحقيقي، فالمستثمرون يهتمون أكثر بالعائد الحقيقي الذي يقيس التحسن الذي تم إحرازه جراء الاستثمار الحقيقي بعد استبعاد أثر التغير في الأرقام القياسية للأسعار، فعندما تكون نسبة التضخم عالية فإنه لا بد من أن يكون العائد النقدي للأسهم عاليا بدرجة كافية ليعوض الانخفاض في القوة الشرائية، وسبب ذلك هو أن الأسهم تعتبر حقوقا على الموجودات الحقيقية التي ينبغي أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار عموما، أي أن العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم هي علاقة طردية (ارشيد، 2004).

ويمكن أن تكون هناك علاقة إيجابية بين التضخم وأسعار الأسهم، حيث تزداد هذه الأخيرة إذا زاد معدل التضخم وكان هناك توقع بزيادة الأرباح الموزعة، وبالمقابل تنخفض أسعار الأسهم بزيادة التضخم إذا تنبأ المستثمرون انخفاض الأرباح الموزعة (Ratanapakorn, 2000).

وقد تكون العلاقة إيجابية، فعندما يرتفع معدل التضخم تبدأ النقود بفقدان قوتها الشرائية، فيحاول المستثمرون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر، فيقومون بزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم فيزداد الطلب عليها فترتفع أسعارها وتتأثر معها أحجام التداول، ويلجأ المستثمرون إلى هذا الأسلوب باعتبار أن الأسهم تعطي لحاملها الحق في المطالبة بتملك أصول حقيقية للشركات التي تمثلها هذه الأسهم والتي يتوقع أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار. أما عند انخفاض المستوى العام للأسعار فإنه ليس من المتوقع أن ترتفع قيمة الأصول الحقيقية لهذه الشركات، وبالتالي يلجأ المستثمرون إلى الابتعاد عن التعامل بالأسهم فتنخفض أسعارها (سلامة، 1997 أ). ولقد اعتقد الكثير من الاقتصاديين وطبقا لأثر فيشر بإمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط تجاه التضخم، ومفهوم التحوط (Hedge) يعني الإجراء الذي يتخذه الفرد بقصد الوقاية من خسارة محتملة، فالتحوط تجاه التضخم يعني الحصول على عائد مساو على الأقل للزيادة في المستوى العام للأسعار، وبالتالي لابد أن يكون العائد الحقيقي أكبر من معدل العائد الطبيعي المطلوب (الموعد، 2005).

ويمكن النظر إلى العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم من خلال قناة الميزانية التي تعتمد على الهيكل المالي للشركة، والذي يقصد به الطريقة التي تمول بها الشركة نشاطها، فقد تكون الشركة معتمدة اعتمادا كاملا على الاقتراض، أو تكون معتمدة على رأس المال لديها أو على كليهما؛ فالشركة التي تمول جزءً كبيرا من نشاطها بالاقتراض، وبافتراض أن تلك الشركة كانت تقترض الأموال بتكلفة ثابتة (سعر فائدة ثابت) فيمكن أن نطلق على هذه الشركة أنها مدينة، وحسب فرضية التعاقدات الإسمية (Nominal Contracting Hypothesis)، فإن التضخم غير المتوقع يؤدي إلى زيادة ثروة المدين على حساب الدائن، ومن ثم فإن الشركة المدينة سوف تزداد ثروتها بسبب زيادة أسعار منتجاتها في أوقات التضخم، ومقابل ذلك تبقى العديد من التزاماتها ثابتة

(الالتزامات بالقيم الحقيقية تنخفض) (البازعي، 1999)، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أرباحها، وبالتالي زيادة الطلب على أسهمها، ومن ثم ارتفاع أسعارها وعوائدها، وفي نفس الوقت تذهب الزيادة في الدخل الصافي إلى حاملي الأسهم لتعويضهم عن الانخفاض في القوة الشرائية لدخلهم. أما إذا كانت الشركة دائنة كالبنوك، ومع افتراض أنها تقرض بكلفة ثابتة، فإن ارتفاع معدل التضخم غير المتوقع سوف يؤدي إلى نقصان ثروة تلك الشركات وبالتالي انخفاض عوائد أسهمها (Schwert, 1981).

وهناك نظرة أخرى للعلاقة بين التضخم وسوق الأوراق المالية، حيث قدم عدد من الاقتصاديين تفسيرا للعلاقة على أساس أن العديد من الشركات يلعب المخزون السلعي فيها دورا مهما في تحديد الأرباح، ومن ثم فإن ارتفاع الأسعار يعني إمكانية بيع المخزون السلعي بأسعار عالية مقارنة بأسعار الشراء أو التكلفة، ومن ثم زيادة أرباحها، فترتفع أسعار أسهمها (أبو الفتوح، 2005).

بالمقابل، يمكن أن تكون علاقة أسعار الأسهم بالتضخم عكسية، فزيادة التضخم يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم، ويحدث ذلك بسبب انخفاض حجم السيولة الموجهة لأغراض الاستثمار في الأسهم نتيجة زيادة كمية الأموال المخصصة للإنفاق الاستهلاكي لتعويض انخفاض القوة الشرائية الحاصلة بسبب التضخم، وبالتالي زيادة التضخم تؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم (البدري والخوري، 1997). ومن جهة أخرى يعتبر التضخم واحدا من الأسباب المؤدية إلى معدلات فائدة عالية وبالتالي الارتفاع في عوائد السندات وانخفاض أسعارها، الأمر الذي يجعل من السندات أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين مقارنة بالأسهم.

ومن المفترض أن للإعلانات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنها أن تترك أثرا سلبيا على أسعار الأسهم، وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر؛ أما السبب المباشر فيتمثل في أن التقارير عن ارتفاع معدل التضخم قد تحمل في طياتها المزيد من الزيادة في ذلك المعدل والذي يعني زيادة علاوة المخاطر، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع في معدل العائد المطلوب وانخفاض القيمة السوقية للأسهم، أما السبب غير المباشر، فمرجعه أنه في أوقات التضخم تبالغ محاسبة التكاليف في تقدير أرباح الشركات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة العبء الحقيقي للضرائب ومن ثم

انخفاض الأرباح الصافية للشركات، فيقل الطلب على أسهمها ومن ثم تنخفض أسعارها (Schwert, 1981).

ولقد أشار الاقتصادي (Fama) عام 1981 إلى وجود علاقة عكسية ما بين التضخم وعوائد الأسهم، وأن هذه العلاقة غير مباشرة في طبيعتها وتعكس آلية الطلب على النقود والنشاط الحقيقي والتضخم، فيما يسمى بالفرضية المقاربة لفاما (Fama Proxy Hypothesis)، وجعلها جزءً لا يتجزأ من النظرية الكمية للنقود، ففي حالة توقع ارتفاع في النشاط الاقتصادي الحقيقي استجابة لصدمة إيجابية في عرض النقد سوف تزداد عوائد الأسهم، وبنفس الوقت فإن الزيادات المستقبلية في النشاط الحقيقي سوف تساهم في زيادة الطلب على النقود، وفي ظل سياسة للبنك المركزي تهدف إلى تحقيق نوع من الاستقرار في نمو عرض النقد ستنخفض معدلات التضخم، ونتيجة لذلك فإن العلاقة بين النشاط الحقيقي والتضخم عكسية، ونظرا لأن العوائد المتوقعة للأسهم ترتبط إيجابيا بالنشاط الاقتصادي الحقيقي المتوقع، فإن عوائد الأسهم والتضخم سترتبطان بعلاقة عكسية. ويمكن تصوير آلية العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم حسب فرضية (Fama) بالشكل التالي:

1- ترتبط عوائد الأسهم بعلاقة طردية مع النشاط الحقيقي.
2- يرتبط النشاط الحقيقي بعلاقة عكسية مع التضخم.
3- إذن، ترتبط عوائد الأسهم بعلاقة عكسية مع التضخم (البازعي، 1999).

2. تأثير سعر الصرف على أسعار الأسهم

يقيس سعر الصرف قيمة العملة الوطنية إزاء العملات الأجنبية، ويمكن لسعر صرف العملة أن يؤثر على سوق الأوراق المالية وبالتحديد على أسعار الأسهم بعدة أشكال، خاصة في اقتصاد متقدم ومتكامل ماليا مع السوق العالمية، ويجد الكثيرون من أصحاب الفوائض المالية أن الفرصة في كثير من الأحيان تكون مهيئة أمامهم لتحقيق أرباح نتيجة للتغير المستمر في أسعار صرف العملات أمام بعضها، مما يدفعهم إلى تركيز تعاملاتهم على العملات بدلا من الأسهم، وبالتالي يبتعدون عن التعامل بالأسهم فينخفض الطلب عليها، ومن ثم تبدأ أسعارها في الانخفاض (سلامة، 1997 ب).

ويمكن تجسيد العلاقة ما بين سعر الصرف وأسعار الأسهم من خلال الطلب على الصرف الأجنبي الذي يمثل الطلب على الموجودات الأجنبية (عرض العملة المحلية)، في حين أن عرض الصرف الأجنبي يمثل الطلب على الموجودات المحلية (الطلب على العملة المحلية)، وباعتبار أن الدولار يمثل العملة الرئيسة في التعاملات المالية العالمية، فإن ارتفاع قيمته وما يقابلها من انخفاض في قيمة العملة المحلية، يكون دافعا للأفراد للتخلص من العملة المحلية التي يمتلكونها، وذلك لتحويلها إلى موجودات حقيقية أو مالية ومنها الأسهم، مما يعني وجود علاقة إيجابية بين سعر الصرف وأسعار الأسهم (الدعمي، 2010). كذلك فإن انخفاض في قيمة العملة المحلية من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية الأجنبية أعلى لارتفاع قيمة تلك الموجودات، فينخفض الطلب المحلي على تلك الموجودات، وفي الوقت ذاته سيجعل أسعار الموجودات المالية المحلية أرخص نسبيا للمستثمرين الأجانب الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب الأجنبي على الموجودات المالية المحلية بافتراض ثبات العوامل الأخرى، مما يدفع إلى ارتفاع أسعارها، ومن ثم العلاقة بينهما إيجابية، ويحدث العكس في حالة انخفاض سعر الصرف الاجنبي (البدري والخوري، 1997).

وتمارس أسعار الصرف آثارا غير مباشرة على سوق الأوراق المالية وذلك من خلال السوق السلعية، بحيث يظهر ذلك من خلال تأثيرها على التدفقات النقدية للمشاريع المستوردة والمصدرة، فضعف سعر العملة الوطنية يرفع كلفة الإستيراد ويقلل التدفق النقدي للمشاريع التي تستورد مواد من الخارج، مما يؤدي إلى انخفاض أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها، ويكون العكس صحيحا لمشاريع التصدير؛ حيث أن انخفاض قيمة العملة لبلد ما غالبا ما يؤدي إلى زيادة الصادرات والذي من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية لشركات هذا البلد في السوق الدولية، مما يدفع إلى زيادة الطلب على منتجات الشركات المحلية، وبالتالي زيادة حجم الإنتاج وارتفاع أرباح هذه الشركات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها نتيجة زيادة أرباحها ومن ثم ارتفاع أسعارها (مطاوع، 2005).

3. تأثير الناتج القومي الإجمالي على أسعار الأسهم

من المعلوم أن السياسة النقدية تلعب دورا هاما في التأثير على النشاط الاقتصادي، فمثلا انخفاض سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة الاقتراض ومن ثم زيادة الطلب على الاستثمار وبالتالي زيادة حجم الاستثمار، وهذه الزيادة تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وبالتالي زيادة الناتج القومي من خلال مضاعف الاستثمار، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي. فمن الناحية النظرية يؤدي نمو الناتج القومي إلى تنشيط القطاعات الرئيسة في الاقتصاد، والذي ينعكس بدوره على زيادة الطلب على الأدوات الاستثمارية ومنها الأسهم، مما يرفع أسعارها ويحسن عوائدها، ويزيد حجم تداولها (الخطيب والشرع، 1994).

ومن جهة أخرى، يؤدي نمو الناتج القومي الإجمالي إلى زيادة الطلب على الأسهم، ذلك أن زيادته تعني زيادة ربحية الشركات وبالتالي زيادة عوائد الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الإقبال على شراء الأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها، كما يترتب على زيادة الناتج القومي زيادة دخول ومدخرات الأفراد والمؤسسات، مما يشجع على زيادة الطلب على الأسهم كقنوات لاستخدام هذه المدخرات (الطراونة، 2004). بالإضافة إلى أن زيادة الناتج القومي يعتبر مؤشرا دالا على تحسن الوضع الاقتصادي العام، وبموجب التحليل السيكولوجي لأسعار الأسهم، فإن هذا التحسن يزيد التفاؤل بشأن المستقبل ويرفع وضعية الثقة في سوق الأسهم، مما يشجع المستثمرين على الإقبال على شراء الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وزيادة نشاط سوق الأوراق المالية (البدري والخوري، 1997).

من كل ماسبق، يمكن القول بأن العوامل المذكورة سابقا ماهي إلا واحدة من بين العوامل الأخرى (العوامل الاقتصادية الأخرى، والعوامل السياسية والعوامل النفسية للمستثمرين) التي تؤثر في سوق الأوراق المالية وليست هي العامل الحاسم، وبالتالي تأثيرها سيكون تأثيرا جزئيا وتكميليا في طبيعته للعوامل الأخرى. كما أنه بالرغم من تعدد العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم ونشاط سوق الأوراق المالية، فإن محصلة تلك العوامل في النهاية هي قوى العرض والطلب التي تتحدد على أساسها أسعار الأسهم. ومن خلال التحليل النظري السابق، يتبين وجود تعدد وتباين في اتجاهات

التأثيرات التي تباشرها المكونات المختلفة للسياسة النقدية، وبالتالي معرفة الأثر النهائي للسياسة النقدية يعد أمرا صعبا، وعليه يبقى قياس تأثير السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية مسألة تجريبية.

2.2 الدراسات السابقة

انطلاقا من الأهمية التي تلعبها سوق الأوراق المالية ودورها الفعال في تمويل عملية التنمية الاقتصادية، ولما للسياسة النقدية وتأثيراتها من أهمية ودور في تحقيق الاستقرار النقدي ودفع عجلة النمو إلى الأمام، فقد احتلت الدراسات النظرية والتطبيقية عن الدور الذي تؤديه هذه الأسواق ووظيفتها الاقتصادية، وعلاقتها بالسياسات الاقتصادية والمتغيرات الاقتصادية الكلية حيزا كبيرا من البحوث والدراسات الاقتصادية، بالرغم من اختلاف الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسات، وكذلك تباين النتائج المتوصل إليها في كل دراسة. وعليه سيتم في هذا الجزء عرض بعض الدراسات التي تناولت العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية، وقد تم تصنيف هذه الدراسات إلى دراسات محلية طبقت على سوق عمان للأوراق المالية، ودراسات أخرى طبقت على أسواق مالية في دول عربية وأجنبية.

1.2.2 الدراسات المطبقة على سوق عمان للأوراق المالية

دراسة (الخطيب والشرع، 1994) بعنوان: سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية.

حاول الباحثان اختبار مدى استجابة سوق عمان للأوراق المالية للمتغيرات الاقتصادية على الصعيد المحلي خلال الفترة (1980-1991)، خاصة فيما يتعلق بأسعار الأسهم وعوائدها، وحجم التداول في السوق، وتمثلت هذه المتغيرات الاقتصادية في معدل نمو الناتج القومي، وسعر الفائدة، والتضخم المتوقع، وسعر الصرف، والرقم القياسي لنمو الناتج الصناعي، ومعدل نمو عرض النقد بمفهومه الواسع (M_2). استخدم الباحثان في تحليلهما طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)(Ordinary Least Squares)، وتوصلا إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية إحصائيا بين

معدل نمو الإنتاج القومي والرقم القياسي لنمو الناتج الصناعي من جهة، وبين أسعار الأسهم وعوائدها وحجم التداول من جهة أخرى، في حين لم تثبت وجود علاقة ارتباط مثبتة إحصائيا بين المتغيرات المستقلة الأخرى التي تضمنها النموذج والمتغيرات التابعة، وعليه اعتبر الباحثان أن سوق عمان للأوراق المالية سوقا غير كفؤ، وبالتالي لا يعتبر مؤشرا حقيقيا لطبيعة الأوضاع الاقتصادية في الأردن.

دراسة (البدري والخوري، 1997) بعنوان: دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية.

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين التغير في أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، والتغير غير المتوقع في العوامل الاقتصادية الكلية، وقد اعتمد تحليل الدراسة على معلومات فصلية للفترة الممتدة من 1978 إلى 1994، باستخدام النموذج الإحصائي والقياسي الحديث للتنبؤ والمتمثل في نموذج جرانجر، وقامت الباحثتان بتقدير التطورات غير المتوقعة في المتغيرات المستقلة لتفسير التغير في الرقم القياسي لأسعار الأسهم؛ ودلت نتائج الدراسة على أن كل من معدل التضخم، والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي الذي يعبر عن مستوى النشاط الاقتصادي كان لهما تأثيرا إيجابيا على تحركات أسعار الأسهم، بالمقابل لم تجد الدراسة تأثير لمتغيرات عرض النقد (M_1)، وأسعار الفائدة وسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار على أسعار الأسهم، وهذا ما أرجعته الباحثتان إلى عدم اعتماد المستثمر الأردني على هذه المعلومات في اتخاذ قراره الاستثماري.

دراسة (سلامة، 1997 أ) بعنوان: العلاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن.

درس الباحث العلاقة القائمة بين المستوى العام للأسعار وأسعار الأسهم باستخدام أسلوب الانحدار البسيط، وأخذ الرقم القياسي لتكاليف المعيشة كمقياس للمستوى العام للأسعار واعتبره متغيرا مستقلا، بالمقابل اعتبر الرقم القياسي لأسعار الأسهم مؤشرا يعكس تغيرات المستوى العام لأسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي وجعله متغيرا تابعا، وتوصل إلى أنه لا يوجد علاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم، والتي تبين أنها تتغير باستقلالية تامة عن التغيرات التي تحدث

للمستوى العام للأسعار. وبالرغم من تعديل النموذج باعتبار أن أسعار الأسهم تتأثر بتغير المستوى العام للأسعار لكن بعد مرور فترة زمنية، وهذا من منطلق أن المتعاملين بالأسهم قد لا يشعرون بتغير المستوى العام للأسعار إلا بعد مرور فترة من الزمن على حدوثها، إلا أن النتائج كانت متشابهة ولم تتغير، وهذا يعني أن قرارات المتعاملين بالأسهم في سوق عمان المالي لا تتأثر بتغير المستوى العام للأسعار وإنما هناك عوامل أخرى تؤثر في قراراتهم الاستثمارية.

دراسة (سلامة، 1997 ب) بعنوان: التنبؤ بأسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي.

حاول الباحث معرفة العوامل التي قد يكون لها تأثيرا على التغيرات التي تحدث للمستوى العام لأسعار الأسهم، حيث تم تحديد ستة عوامل كمية شملت حوالات العاملين الأردنيين، وصافي الزيادة في أعداد الأردنيين القادمين والمغادرين، ومتوسط أسعار الفائدة والعمولة التي تتقاضاها البنوك على القروض، وسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي، وعرض النقد (M_1) وودائع القطاع الخاص لدى الجهاز المصرفي، امتدت الدراسة للفترة (1991-1995)، وباستخدام أسلوب الانحدار المتعدد، تبين أن هناك متغيرين من بين هذه المتغيرات الستة لها تأثير واضح على أسعار الأسهم، وهما عرض النقد وسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي حيث أن تأثيرهما كان إيجابيا.

دراسة (الرواشدة، 1999) بعنوان: السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها على عوائد الأسهم (1990-1998).

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر السياسة النقدية غير المباشرة على عوائد الأسهم وأحجام التداول في سوق عمان المالي، وتم التحليل من خلال بناء نموذجين قياسيين يمثلان أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تؤثر على كل من العائد وحجم التداول، والمتمثلة في سعر الفائدة على الودائع لأجل، والناتج المحلي الإجمالي، وعرض النقد، ومعدل التضخم، وكذا مبطئ عائد السوق وحجم التداول وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية.

ومن أجل معرفة أثر السياسة النقدية غير المباشرة على عوائد الأسهم وحجم التداول، تم احتساب العائد غير العادي المتراكم والفرق المتراكم بين حجم التداول المتوقع والفعلي، وبالتالي تتبع سلوك كل منهما قبل الإعلان عن السياسة النقدية غير المباشرة وبعد الإعلان عنها (الإعلان عن طرح شهادات الإيداع). توصلت الدراسة إلى أن سلوك العائد غير العادي المتراكم والفرق المتراكم بين حجم التداول المتوقع والفعلي قد تغيرا بعد شهر من إعلان المعلومة (طرح البنك المركزي لشهادات الإيداع في أيلول 1993)، مما يدل على أن السوق كانت كفؤة عند المستوى شبه القوي، كما دلت النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة من جهة والعائد على مؤشر السوق المالي وحجم التداول من جهة أخرى، وأن السياسة النقدية المتشددة أثرت سلبيا على كل من العائد على مؤشر السوق المالي وحجم التداول.

دراسة (الرفاعي، 1999) بعنوان: أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي (1978- 1998).

هدف الرفاعي إلى دراسة تطور سوق عمان المالي من خلال تحليل مؤشراته، وقام باختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي، وسعر الفائدة على الودائع لدى البنوك المرخصة، ومعدل سعر صرف الدينار مقابل الدولار، ومعدل التضخم، والعرض النقدي الواسع وصافي تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج على مؤشرات هذا السوق، والمتمثلة في الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم، وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة وذلك على المستويين الكلي والقطاعي خلال الفترة (1978- 1998)، بالإضافة إلى قياس أثر تداول سهم البنك العربي بالسوق على مؤشرات سوق عمان المالي بشكل عام، وعلى قطاع البنوك بشكل خاص، واستخدمت الدراسة متغير وهمي يمثل التغيرات السياسية والأحداث العالمية التي حدثت خلال فترة الدراسة. اعتمد الباحث طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) في تحليل البيانات، وخلص إلى النتائج التالية:

1 -هناك تأثير إيجابي لكل من معدل نمو العرض النقدي ومعدل نمو صافي حوالات العاملين على الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم، بالمقابل ثبت وجود تأثير سلبي

لمعدل نمو سعر الفائدة والمتغير الوهمي على الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم، أما التغير في سعر صرف الدينار مقابل الدولار ومعدل نمو الناتج الإجمالي فلم يكن لهما أثر على الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم.

2 - يتأثر معدل النمو في حجم التداول بمعدل نمو العرض النقدي، وبمعدل التضخم ومعدل نمو صافي حوالات العاملين إيجابيا، في حين يتأثر سلبيا مع كل من معدل التغير في سعر الفائدة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

3 - يتأثر معدل نمو إجمالي عدد الأسهم المتداولة إيجابيا بمعدل نمو العرض النقدي، ومعدل التضخم ومعدل نمو صافي حوالات العاملين، بينما يتأثر سلبيا بكل من معدل تغير سعر الصرف ومعدل الناتج المحلي الإجمالي.

دراسة (الزعبي، 2000) بعنوان: تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (1978-1998).

حاولت الدراسة بيان أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (1978-1998)، حيث تم استخدام نموذج قياسي تم تقديره بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، وقد اعتبر الباحث مؤشر الرقم القياسي لأسعار الأسهم متغيرا تابعا، وكل من النمو في الناتج القومي الإجمالي، ومتوسط سعر الفائدة على الودائع لأجل، وسعر الصرف، والنمو في عرض النقد (M_2) وإبطاء مؤشر السوق لفترة سابقة متغيرات مستقلة، كما قامت الدراسة باختبار استقرار دالة مؤشر سوق عمان المالي باستخدام اختبار شاو (Chow)، وتم تقسيم فترة الدراسة إلى فترتين، الفترة الأولى (1978-1988)، والفترة الثانية (1989-1998) وهذا لمعرفة تأثير الأزمة النقدية التي مر بها الاقتصاد الأردني عام 1989 على مؤشر سوق عمان المالي. توصلت الدراسة إلى أن سوق عمان المالي يستجيب للمتغيرات الاقتصادية الكلية مجتمعة، أما عند دراسة أثر كل متغير لوحده فقد تبين أن قيمة (t) غير معنوية للمتغيرات السابقة باستثناء مؤشر السوق لفترة سابقة، وهذا يعني أن مؤشر أسعار الأسهم يتأثر بسلوكه في فترة زمنية سابقة، إضافة إلى أن دالة مؤشر سوق عمان المالي تتمتع بالاستقرار خلال فترة الدراسة.

دراسة (الطراونة، 2004) بعنوان: محددات الطلب على الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية (1978-2002).

ركزت الدراسة على معرفة أثر المتغيرات الاقتصادية على نشاط سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1978-2002)، وذلك بإستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، وتم اعتبار الناتج القومي الإجمالي، وسعر الفائدة على الودائع لأجل لدى البنوك المرخصة، وتحويلات العاملين في الخارج والرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية كمتغيرات مستقلة، كما تم اعتبار حجم التداول، وعدد الأسهم كمتغيرات تابعة. أظهرت نتائج الدراسة أن كل من الرقم القياسي المرجح لأسعار الأسهم والناتج القومي الإجمالي لهما أثر إيجابي ومعنوي على حجم التداول، وعلى عدد الأسهم المتداولة وذلك على المستويين العام والقطاعي، أما فيما يخص سعر الفائدة على الودائع لأجل فكان له أثر سلبي وضعيف في معظم القطاعات باستثناء تأثيره بقوة على قطاع الخدمات، إلا أن تأثير تحويلات العاملين في الخارج كان سلبيا على حجم التداول، وعلى عدد الأسهم بشكل عام وبشكل قطاعي.

دراسة الشركس (AL-Sharkas, 2004) بعنوان:

The Dynamic Relationship between Macroeconomic Factors and the Jordanian Stock Market .

قامت الدراسة باختبار وجود أو عدم وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم في سوق عمان المالي، والتي تتمثل في مؤشر الإنتاج الصناعي والذي يعكس النشاط الاقتصادي الحقيقي، وعرض النقد (M_2)، ومعدل التضخم، وكذا سعر الفائدة المفروض على أذونات الخزينة لمدة 3 أشهر، وقد تم استخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) (Vector Error Correction Model) للفترة الزمنية (1980-2003). توصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم ومتغيرات الاقتصاد الكلي محل الدراسة تتكامل فيما بينها تكاملا مشتركا، أي يوجد علاقة توازن طويلة الأجل فيما بينها، وكان لمتغير عرض النقد، ومؤشر الإنتاج الصناعي وسعر الفائدة أثر إيجابي على أسعار الأسهم، بينما كان تأثير معدل التضخم سلبيا على أسعار الأسهم.

دراسة (أرشيد، 2004) بعنوان: محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان.

تناولت الدراسة بيان أثر بعض العوامل الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (1978–1997)، وذلك باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد، ولقد ركز الباحث على طبيعة العلاقة بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم باعتباره مؤشرا يعكس تغيرات المستوى العام لأسعار الأسهم في السوق واعتبره متغيرا تابعا، فيما اعتبر سعر الخصم، والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، وعرض النقد (M_1)، ومعدل التضخم وسعر صرف الدينار مقابل الدولار متغيرات مستقلة. بينت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين مؤشر أسعار الأسهم والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، ووجود علاقة سلبية بين التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم، في حين لم تثبت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من سعر الخصم، وسعر الصرف، وعرض النقد من جهة والرقم القياسي لأسعار الأسهم من جهة أخرى، مما يعني حسب الباحث أن المستثمرين لا يأخذون المعلومات المتعلقة بعرض النقد ويعكسونها على الأسعار.

دراسة (الزعبي، 2004) بعنوان: العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي للفترة (1978–2001).

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي للفترة (1978–2001)، وتم استخدام نموذج تصحيح الخطأ (Error Correction Model) (ECM) لمعرفة اتجاه العلاقة بين هذين المتغيرين، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين وأن التوازن في المدى الطويل بينهما كان سالبا، مما يعني أن هناك علاقة سلبية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم ولكنها باتجاه واحد من الرقم القياسي لأسعار الأسهم إلى معدل التضخم، وقد أرجعها الباحث إلى السياسة النقدية الانكماشية التي تؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة، والتي تعتبر تكلفة الفرصة البديلة للإحتفاظ بالنقود السائلة، والتي يرافقها انخفاض في أسعار الأسهم مما يزيد الطلب عليها ومن ثم ترتفع أسعارها، وفي نفس الوقت ينخفض المستوى العام للأسعار لانخفاض حجم النقود السائلة وانخفاض الطلب على السلع والخدمات .

دراسة (هيلات، 2004) بعنوان: كفاءة واستقرار سوق عمان المالي للفترة (1993-2002).

حاولت الدراسة معرفة مدى استقرار أسعار أسهم القطاعات الاقتصادية المدرجة في سوق عمان المالي، وكذا معرفة مستوى الكفاءة التي يتسم بها هذا السوق، بالإضافة إلى دراسة أثر بعض المتغيرات الاقتصادية المتمثلة في سعر الفائدة الإسمي، وعرض النقد، والناتج المحلي الإجمالي، وإجمالي الصادرات، والإنفاق الحكومي، والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، وسعر الفائدة على الودائع لأجل على كل من أسعار الأسهم، وعدد الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي للفترة (1993-2002)، واستخدم الباحث من أجل ذلك طريقة جوهانسن للتكامل المشترك، وتحليل التباين ودالة الاستجابة الفورية، أظهرت نتائج الدراسة ما يلي:

1- أسهم القطاعات الاقتصادية قيد الدراسة تتمتع بالاستقرار وهذا من خلال قياس العلاقة بين عوائد هذه الأسهم مع العائد على المحفظة للسوق ككل.

2- سوق عمان المالي لا يتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف وتبين ذلك من خلال وجود ارتباط بين أسعار الأسهم في الفترة الحالية مع أسعارها في الفترات السابقة.

3- وجود علاقة تكامل مشترك بين كل من سعر الفائدة الإسمي، وعرض النقد، والناتج المحلي الإجمالي، والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، وسعر الفائدة على الودائع ومؤشرات السوق والذي يعني وجود علاقة في الأجل الطويل.

4- وجود علاقة إيجابية بين سعر الفائدة الإسمي، وعرض النقد، والناتج المحلي الإجمالي، وإجمالي الصادرات من جهة وحجم التداول من جهة أخرى، في حين تبين وجود علاقة سلبية بين الإنفاق الحكومي، والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، وسعر الفائدة على الودائع وحجم التداول.

5- وجود علاقة إيجابية بين سعر الفائدة الإسمي، والناتج المحلي الإجمالي، وسعر الفائدة على الودائع والإنفاق الحكومي من جهة وعدد الأسهم من جهة أخرى، في حين تبين وجود علاقة سلبية بين الرقم القياسي للإنتاج الصناعي وعرض النقد وإجمالي الصادرات وعدد الأسهم.

6- وجود علاقة إيجابية بين الرقم القياسي للإنتاج الصناعي، والناتج المحلي الإجمالي، وسعر الفائدة على الودائع من جهة والرقم القياسي العام لأسعار الأسهم من جهة أخرى، أما سعر الفائدة الإسمي، وعرض النقد، والإنفاق الحكومي وإجمالي الصادرات فترتبط بعلاقة سلبية مع الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم.

دراسة (الموعد، 2005) بعنوان: العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية.

هدف الباحث إلى دراسة العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (1998-2003)، من خلال عينة تتألف من 42 شركة تمثل كافة القطاعات وتحتوي على أهم الشركات التي لها أكبر حجم تداول وأكبر قيمة سوقية في السوق. وقد اعتبر الباحث التغير في سعر السهم متغيرا تابعا، والتغيرات في كل من معدل دوران السهم، وربحية السهم، ونصيب السهم من الأرباح الموزعة، وسعر الفائدة على الودائع لأجل سنة ومعدل التضخم كمتغيرات مستقلة. استخدم الباحث أسلوب الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS)، وتوصل إلى أن معدل دوران السهم يؤثر على سعر السهم بصورة قوية وإيجابية، كما أن سعر الفائدة على الودائع لأجل يؤثر بصورة عكسية وقوية على سعر السهم، في حين لم يثبت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم ونصيبه من التوزيعات النقدية ومعدل التضخم من جهة، وسعر السهم من جهة أخرى.

دراسة (ملاوي، 2008) بعنوان: أثر عرض النقود على بورصة عمان، دراسة قياسية (1978-2006).

حاولت الدراسة استقصاء طبيعة واتجاه العلاقة بين عرض النقد بمفهوميه الضيق (M_1) والواسع (M_2)، وكلا من أسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم وذلك في بورصة عمان للفترة (1978-2006)، باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي (Vector Autoregression) (VAR). خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من عرض النقد (M_1) و(M_2) إلى متغيرات البورصة المستهدفة، باستثناء عدم وجود علاقة سببية من (M_2) إلى معدل دوران الأسهم، في حين ثبت

عدم وجود علاقة طويلة الأجل فيما بين متغيرات الدراسة، ومن خلالدوال الاستجابة تبين أن عرض النقود بمفهوميه (M_1) و(M_2) يؤثر إيجابيا على أداء بورصة عمان. ونظرا لإستجابة أسعار الأسهم لمتغير عرض النقود فإنه يمكن استخدام معلومات عرض النقد من قبل المستثمرين من أجل تحقيق عوائد غير عادية، مما يشير إلى عدم كفاءة بورصة عمان على مستوى الصيغة شبه القوية لكفاءة الأسواق.

1.2.2 الدراسات المطبقة على أسواق مالية في دول عربية وأجنبية

دراسة (البازعي، 1998) بعنوان: سوق الأسهم السعودي والسياسة النقدية.

تطرقت الدراسة إلى سوق الأسهم السعودي وعلاقته بالسياسة النقدية المتبعة هناك، وقد تناول الباحث عرض النقد بمفاهيمه الثلاثة: الضيق، والواسع والأوسع (M_3، M_2،M_1) ومؤشر أسعار الأسهم للفترة الممتدة ما بين شباط 1985 وحزيران 1995 وذلك باستخدام بيانات شهرية، ومن أجل التعرف على طبيعة العلاقة ما بين أسعار الأسهم وعرض النقد في المملكة العربية السعودية، استخدم الباحث نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR). توصلت الدراسة إلى وجود تكامل مشترك بين عرض النقد بتعريفاته الثلاثة كل على حدة ومؤشر أسعار الأسهم، بالإضافة إلى وجود تأثير إيجابي لعرض النقد بمفاهيمه الثلاثة على أسعار الأسهم. أما اختبار السببية فبين وجود علاقة سببية تتجه من عرض النقد بمفاهيمه الثلاثة إلى مؤشر أسعار الأسهم، وعلى هذا الأساس يرى الباحث أن عرض النقد يمكن أن يساهم في التنبؤ بأسعار الأسهم في المملكة، وبذلك يعتبر سوق الأسهم السعودي غير كفؤ حسب صيغة الكفاءة شبه القوية.

دراسة (ديابي والبازعي، 1998) بعنوان: السياسة النقدية وكفاءة سوق الأسهم.

اختبرت الدراسة مدى كفاءة سوق الأسهم السعودية بالنسبة للسياسة النقدية، وذلك بتقسيم التوقعات حول هذه السياسة إلى جزء متوقع وآخر غير متوقع، باستخدام طريقة الإبطاء كثيرة الحدود الموزعة (Polynomial Distributed Lag) (PDL) وطريقة (بوكس–جينيكز)، وتم استخدام بيانات شهرية تمتد من شهر شباط 1985 إلى شهر أيلول 1999 بعدد 128 مشاهدة.

وتوصلت الدراسة إلى أنه وفقا لطريقة الإبطاء وتعريفي (M_1) و(M_2)، فإن السياسة النقدية بشقيها المتوقع وغير المتوقع تؤثر على عائد السوق، في حين أن الجزء غير المتوقع من السياسة النقدية يؤثر فقط عند استخدام (M_3) وأسلوب الإبطاء أو تعريف (M_2) وطريقة (بوكس-جينيكز)، أما على المستوى القطاعي للسوق فتم الحصول على نتائج متباينة. وبناءً على النتائج، يرى الباحث عدم إمكانية الجزم بالكفاءة المعلوماتية لسوق الأسهم السعودي، في حين يبدو أن الكفاءة محققة على مستوى بعض القطاعات فقط كقطاع البنوك وقطاع الصناعة.

دراسة (Ratanapakorn, 2000) بعنوان:

The US Stock Market: The Impacts of Internal and External Macroeconomic Variables .

طبقت الدراسة في الولايات المتحدة الأمريكية، وهدفت إلى تحليل العلاقة قصيرة وطويلة الأجل بين أسعار الأسهم وعدد من المتغيرات الاقتصادية المتمثلة في مؤشر الإنتاج الصناعي والذي يعكس النشاط الاقتصادي الحقيقي، وعرض النقد (M_1)، ومعدل التضخم، وسعر صرف الدولار، وسعر الفائدة قصير الأجل الممثل بسعر الفائدة على أذونات الخزينة، وسعر الفائدة طويل الأجل الممثل بسعر الفائدة على السندات الحكومية لمدة 10 سنوات، وذلك للفترة (1975-1999). وباستخدام نموذج (VECM)، واختبار السببية، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية وأسعار الأسهم، حيث كان تأثير كل من عرض النقد، ومؤشر الإنتاج الصناعي، ومعدل التضخم، وسعر صرف الدولار وسعر الفائدة قصير الأجل إيجابيا على أسعار الأسهم، في حين كان تأثير سعر الفائدة طويل الأجل سلبيا على أسعار الأسهم. أما اختبار السببية فبين أن جميع المتغيرات الاقتصادية تسبب أسعار الأسهم، كما أن أسعار الأسهم تسبب كل من الإنتاج الصناعي، وأسعار الفائدة بنوعيها. ومن خلال دالة الاستجابة الفورية تبين وجود تأثير سلبي لكل من عرض النقد، وسعر الفائدة طويل الأجل على أسعار الأسهم، بينما كان تأثير الإنتاج الصناعي إيجابيا، أما بقية المتغيرات فكان تأثيرها سلبيا في البداية ليصبح بعدها إيجابيا. ونتيجة لوجود علاقة تكامل طويلة الأجل، ووجود سببية بين المتغيرات

الاقتصادية وأسعار الأسهم استنتج الباحث أن سوق الأسهم في الولايات المتحدة لا يتمتع بالكفاءة.

دراسة ابراهيم ويوسف (Ibrahim and Yusoff, 2001) بعنوان:

Macroeconomic Variables, Exchange Rate and Stock Price: A Malaysian Perspective .

عملت الدراسة على تحليل التفاعلات الديناميكية بين متغيرات اقتصادية كلية في ماليزيا وبين مؤشر أسعار الأسهم في سوق كوالامبور المالي، تمثلت المتغيرات في مؤشر الإنتاج الصناعي، والرقم القياسي لتكاليف المعيشة وعرض النقد بالمفهوم الواسع (M_2)، ولكون الاقتصاد الماليزي يمتاز بانفتاحيته على العالم الخارجي، أدخل الباحثان سعر صرف العملة المحلية (الرنجت) (Ringgit) مقابل الدولار الأمريكي؛ وقد تم استخدام تحليل التكامل المشترك، واستكملت الدراسة تحليلاتها باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي. بينت نتائج التكامل المشترك وجود علاقة إيجابية بين مؤشر سوق الأسهم، وكل من الرقم القياسي لتكاليف المعيشة ومؤشر الإنتاج الصناعي، بالمقابل كانت العلاقة سلبية مع عرض النقد وسعر الصرف، أما في الأجل القصير، تبين وجود علاقة إيجابية بين كل من عرض النقد، ومؤشر الإنتاج الصناعي، والرقم القياسي لتكاليف المعيشة وأسعار الأسهم، ووجود علاقة سلبية مع سعر الصرف. كما خلصت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم في ماليزيا تنقاد بشكل كبير للتغيرات المحلية وخصوصا التغير في عرض النقد، حيث بينت أن لعرض النقد تأثير إيجابي على أسعار الأسهم في المدى القصير، ولكن هذين المتغيرين يرتبطان بعلاقة عكسية على المدى الطويل. وعلى هذا الأساس أوصت الدراسة بتحذير أصحاب القرارات في اتخاذ السياسة النقدية في ذلك البلد بأن يكونوا مدركين لسلبية هذه العلاقة في الأجل الطويل عند تطبيق سياستهم النقدية.

دراسة (Sourial, 2002) بعنوان:

The Future of the Stock Market Channel in Egypt.

ركزت الدراسة على معرفة درجة قدرة سوق الأسهم المصري على نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية، وذلك باعتبار أن سوق الأسهم من أهم القنوات التي يتم من خلالها نقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي. وقام الباحث بمحاولة معرفة أثر

التغيرات في السياسة النقدية على عائد مؤشر هرمز المالي (Return for Hermes Financial Index) في سوق الأسهم المصري، حيث تم أخذ المتغيرات النقدية المتمثلة في الائتمان المقدم للقطاع الخاص، ومعدل التضخم، ومعدل النمو في عرض النقد بمفهوميه الضيق والواسع، والتي تعكس موقف السياسة النقدية. وطبقت الدراسة نموذج (Bayesian VAR) باستخدام بيانات شهرية للفترة الممتدة بين حزيران 1992 وشباط 2000. وقد أظهرت الدراسة من خلال دالة الاستجابة الفورية أن عائد مؤشر السوق يستجيب إيجابيا للصدمة في معدل التضخم، بينما يستجيب سلبيا لعرض النقد بالمفهوم الضيق في الأجل القصير، غير أن هذه العلاقة أصبحت إيجابية في الأجل الطويل، بالمقابل تبين وجود علاقة سلبية بين كل من عرض النقد بالمفهوم الواسع والائتمان المقدم للقطاع الخاص من جهة وعائد السوق من جهة أخرى. ولقد أوصت الدراسة بضرورة نشر ثقافة الاستثمار في الأسهم في البيئة المصرية، ورفع كفاءة سوق رأس المال المصري، حتى يستطيع أن يلعب في المستقبل دورا حيويا كقناة يمكن من خلالها نقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي.

دراسة (الفراج، 2004) بعنوان: العلاقة بين المؤشر العام لسوق الأسهم المحلية وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في المملكة العربية السعودية.

تناولت الدراسة العلاقة بين المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، وذلك خلال الفترة الممتدة من الربع الأول من عام 1985 إلى الربع الرابع من عام 2001، وتمثلت هذه المتغيرات في كل من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، والإنفاق الحكومي الحقيقي، وعرض النقد الحقيقي (M_2)، وسعر الفائدة قصير الأجل والذي استدل به من خلال سعر الفائدة للدولار بين البنوك في لندن، ومعدل التضخم محسوب من خلال الرقم القياسي العام لتكلفة المعيشة، ومن أجل معرفة هذه العلاقة تم استخدام اختبارات التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ (Error Correction Model) (ECM). توصلت نتائج الدراسة إلى وجود متجه وحيد للتكامل المشترك، مما يدل على وجود علاقة توازنية طويل الأجل بين المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي والمتغيرات المستقلة محل الدراسة، وكانت العلاقة إيجابية وقوية بين المؤشر العام للسوق السعودي وكل من الناتج المحلي الإجمالي، الإنفاق

الحكومي، في حين كانت العلاقة سلبية بين المؤشر العام للسوق وكل من سعر الفائدة، ومعدل التضخم، وكذلك عرض النقود. ويُعزى ذلك حسب الباحث إلى أن عرض النقد حسب المفهوم المتقدم في الدراسة يحتوي على الودائع الادخارية والزمنية والتي تعتبر فرص استثمارية تنافسية مع السوق المالي.

دراسة (Bhattacharya and Mukerjee, 2003) بعنوان :

The Nature Relationship between Stock Market and Macroeconomic Aggregates in India.

بحثت الدراسة في طبيعة العلاقة السببية بين مؤشر أسعار الأسهم في سوق بومباي المالي (BSE) (Bombay Stock Exchange) بالهند وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي المتمثلة في عرض النقد(M_3)، ومؤشر الإنتاج الصناعي، والدخل القومي بالأسعار الثابتة، ومعدل الفائدة على أذونات الخزانة لمدة 364 يوم ومعدل التضخم، وذلك لغرض معرفة مستوى الكفاءة المعلوماتية التي وصل إليها السوق، من خلال استخدام بيانات شهرية للفترة (1992-2001). توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أنه لا توجد علاقة سببية بين كل من مؤشر أسعار الأسهم من جهة، وعرض النقد، والدخل القومي، ومعدل الفائدة من جهة أخرى، في حين توجد علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين معدل التضخم وأسعار الأسهم، كما ثبت وجود سببية أحادية تتجه من مؤشر الإنتاج الصناعي إلى أسعار الأسهم. وعليه يرى الباحث أن سوق بومباي لا تتوفر فيه الكفاءة المعلوماتية بالنسبة لمعدل التضخم والإنتاج الصناعي، وبالتالي يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية عند استخدام معلومات عن هذين المتغيرين. لذلك أوصت الدراسة بضرورة رفع مستوى الكفاءة المعلوماتية في هذا السوق، وذلك من أجل التخصيص الكفء للموارد المالية.

دراسة (Li, 2004) بعنوان:

The Effect of Monetary Policy on Stock Prices Evidence from Canada and the United States.

قام الباحث بإختبار العلاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم في كل من كندا والولايات المتحدة وذلك للفترة (1988-2003)، باستخدام نموذج (VAR)، وتم استخدام متغير سعر الفائدة قصير الأجل الإسمي، وعرض النقد (M_1)، كمؤشران

يعكسان موقف السياسة النقدية، بالإضافة إلى معدل التضخم، والرقم القياسي للإنتاج الصناعي كمؤشر يعكس النشاط الحقيقي في الاقتصاد.

دلت نتائج الدراسة على أن أسعار الأسهم في كندا تنخفض عند اتباع سياسة نقدية انكماشية وترتفع عند اتباع سياسة نقدية توسعية، حيث كان تأثير معدل التضخم، وسعر الفائدة سلبيا على أسعار الأسهم، بينما كان التأثير إيجابيا لكل من عرض النقد والنشاط الحقيقي، وكان متغير عرض النقد أهم العوامل المفسرة للتغيرات في أسعار الأسهم، كما بينت النتائج أن أسعار الأسهم في كندا أدت إلى زيادة الناتج مع انخفاض في مستوى الأسعار وانخفاض في عرض النقد، وعزيت هذه النتيجة إلى أن صناع القرار في كندا يهدفون إلى إبقاء حالة الاستقرار المالي. أما في الولايات المتحدة فكان عرض النقد، وأسعار الفائدة ومعدل التضخم من أهم العوامل المفسرة للتغير في أسعار الأسهم، بينما أدى ارتفاع أسعار الأسهم إلى زيادة الناتج وزيادة معدلات التضخم.

دراسة (Wong et al., 2005) بعنوان:

Money, Interest rate and Stock price :New Evidence from Singapore and the United States.

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين كل من عرض النقد (M_1) وسعر الفائدة على الودائع الادخارية من جهة، ومؤشر أسعار الأسهم في السوق المالي من جهة أخرى، وذلك في كل من سنغافورة والولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم استخدام بيانات شهرية للمتغيرات للفترة (1982−2002)، وتم التحليل باستخدام اختبار السببية والتكامل المشترك لمعرفة العلاقة.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة تكامل طويلة الأجل بين عرض النقد وسعر الفائدة من جهة، ومؤشر أسعار الأسهم في سوق سنغافورة المالي من جهة أخرى، في حين لم تثبت مثل هذه العلاقة في السوق المالي في الولايات المتحدة الأمريكية. ومن خلال اختبار السببية تبين أن مؤشر أسعار الأسهم في سوق سنغافورة المالي يسبب سعر الفائدة، كما تبين أن عرض النقد يسبب أسعار الأسهم في نفس السوق. أما في الولايات المتحدة فتبين وجود علاقة أحادية الاتجاه تتجه من مؤشر سوق الأسهم إلى سعر الفائدة، ووجود علاقة تبادلية بين عرض النقد ومؤشر أسعار الأسهم، وعليه ترى

الدراسة أن مستوى أداء سوق الأسهم يمكن استخدامه من طرف البنك المركزي كمؤشر لضبط وتعديل السياسة النقدية.

دراسة (Gan et al., 2006) بعنوان:

Macroeconomic Variables and Stock Market Interactions: New Zealand Evidence.

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مؤشر سوق الأسهم في نيوزيلاندا (NZSE40) وبعض المتغيرات الاقتصادية المتمثلة في عرض النقد (M_1)، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ومعدل التضخم، وسعر الفائدة قصير الأجل والممثل بسعر الفائدة على الودائع، وسعر الفائدة طويل الأجل والممثل بسعر الفائدة على القروض، وسعر الصرف، وأسعار البترول، وذلك باستخدام بيانات شهرية للفترة (1990-2003)، واعتمد الباحث في تحليله لمعرفة العلاقة على نموذج (VECM)، واختبار السببية.

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه، تتجه من سعر الصرف، وسعر الفائدة على الودائع، وأسعار البترول والناتج المحلي الإجمالي إلى مؤشر سوق الأسهم (NZSE40)، بالمقابل ثبت أن مؤشر سوق الأسهم لا يسبب المتغيرات الاقتصادية، وعليه لا يمكن اعتبار سوق الأسهم النيوزيلاندي مؤشرا قائدا للاقتصاد. كما بين اختبار التكامل المشترك وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشر السوق، ومن خلال دوال الاستجابة الفورية تبين أن الصدمة في كل من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وسعر الفائدة على الودائع تؤثر إيجابيا على مؤشر سوق الأسهم، بينما تؤثر الصدمة في كل من معدل التضخم، وسعر الفائدة على القروض وعرض النقد سلبيا على مؤشر سوق الأسهم، أما تأثير كل من سعر الصرف وأسعار البترول فيكون سلبيا في الأجل القصير، وإيجابيا في الأجل الطويل.

دراسة (Menike, 2006) بعنوان:

The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Emerging Sri Lankan Stock Market.

استخدمت الدراسة متغيرات اقتصادية تعكس موقف السياسة النقدية وذلك لمعرفة تأثيرها على أسعار الأسهم في سوق كولومبو(Colombo) للأسهم، تمثلت المتغيرات

في كل من عرض النقد (M_2)، ومعدل التضخم، وسعر الصرف ومعدل الفائدة الإسمي على أذونات الخزانة، امتدت الدراسة من أيلول 1991 إلى كانون الأول 2002، وتم تطبيق نموذج الانحدار المتعدد (Multiple Regression Model) باستخدام بيانات شهرية للمتغيرات. ولقد بينت نتائج الدراسة وجود علاقة قوية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة وأسعار الأسهم، حيث كان التأثير سلبيا لكل من معدل التضخم، وسعر الصرف وسعر الفائدة على أذونات الخزانة على أسعار الأسهم، في حين كان لعرض النقد تأثير إيجابي على أسعار الأسهم.

دراسة (Deng, 2007) بعنوان:

Asset Price, Macroeconomic Variables and Monetary Shocks

حاولت الدراسة معرفة وجود أو عدم وجود علاقة طويلة الأجل بين بعض المتغيرات الاقتصادية، ومؤشر أسعار الأسهم في سوق شنغاي المالي (Shanghai Stock Index) في الصين، امتدت الدراسة للفترة ما بين كانون الثاني 1995 إلى آذار 2006 باستخدام بيانات ربعية للمتغيرات المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر الإنتاج الصناعي، والإنفاق الاستهلاكي الخاص، والاستثمار المحلي الثابت، وعرض النقد (M_1)، والرقم القياسي لأسعار المستهلكين. ولقد تم استخدام اختبار السببية، واختبار جوهانسن للتكامل المشترك، ونموذج (VECM).

بينت نتائج الدراسة أن أربعة متغيرات فقط كان لها علاقة تكامل مشترك مع مؤشر أسعار الأسهم، بحيث كانت العلاقة طويلة الأجل إيجابية بين كل من مؤشر الإنتاج الصناعي، والإنفاق الاستهلاكي الخاص والرقم القياسي لأسعار المستهلكين ومؤشر أسعار الأسهم، بينما كانت العلاقة سلبية مع عرض النقد (M_1). ومن خلال اختبار السببية تبين وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من الرقم القياسي لأسعار المستهلكين إلى مؤشر أسعار الأسهم، وكذلك علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من مؤشر أسعار الأسهم إلى كل من مؤشر الإنتاج الصناعي والإنفاق الاستهلاكي الخاص.

دراسة (Maskay and Chapman, 2007) بعنوان:

Analyzing the Relationship between Change in Money Supply and Stock Market Prices.

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر التغير المتوقع وغير المتوقع في عرض النقد (M_2) على مؤشر أسعار الأسهم (S&P500) في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك باتباع نموذج الانحدار ذو المرحلتين (Two Stage Regression Model)، مع استخدام متغيرات مستقلة أخرى يتوقع أن يكون لها أثر على أسعار الأسهم والتي تمثلت في معدل البطالة، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ومؤشر ثقة المستهلك (Consumer Confidence)، وتم استخدام بيانات ربعية تمتد من الربع الأول لعام 1959 إلى الربع الثاني لعام 2006. توصلت الدراسة إلى أن البطالة لها تأثير سلبي على أسعار الأسهم، بينما كان تأثير الناتج المحلي ومؤشر ثقة المستهلك إيجابيا على أسعار الأسهم، وأن التغير المتوقع في عرض النقد له أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية على أسعار الأسهم، بالمقابل التغير غير المتوقع في عرض النقد له أثر إيجابي ليس ذو دلالة إحصائية على أسعار الأسهم، ومنه أثبتت الدراسة أن التغيرات المتوقعة في عرض النقد لها أهمية أكثر من التغيرات غير المتوقعة في تحديد أسعار الأسهم وهذا ما يتنافى مع فرضية كفاءة السوق.

دراسة (Ioannidis and Kontonikas, 2008) بعنوان:

The impact of monetary Policy on Stock Prices.

قام الباحثان بتطبيق بيانات شهرية لأسعار الأسهم ومعدلات الفوائد لثلاثة عشرة دولة، وهي الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، كندا، السويد، سويسرا، بلجيكا، هولندا، إسبانيا، فلندا، وبريطانيا؛ حيث أدرج الباحثان إحصائيات لعوائد الأسهم في تلك البلدان للفترة (1972- 2002)، كما قدما إحصائيات لمعدلات الفائدة قصيرة الأجل، حيث تم اختيار المعدلات المفروضة على أذونات الخزينة لمدة ثلاثة أشهر. واشتملت العينة على سياسات نقدية متفاوتة ما بين توسعية وانكماشية لجميع الدول، وبتطبيق طريقة المربعات الصغرى توصلت الدراسة إلى أن 80% من البلدان قيد الدراسة صاحب السياسة النقدية الانكماشية فيها انخفاض في العوائد في سوق الأسهم، في المقابل فإن زيادة أسعار الفائدة ترافق مع انخفاض في أسعار

الأسهم وذلك عن طريق معدلات خصم أعلى وتدفقات نقدية مستقبلية أقل. وتوصلت الدراسة إلى نتيجة مهمة أخرى وهي أن عوائد الأسهم المستقبلية تتبع السياسة النقدية أيضا. لذلك تضمنت نتائج الدراسة توعية للمستثمرين الذين يرغبون بتوسيع محافظهم الاستثمارية على مستوى عالمي بأن يكونوا مدركين لاختلاف عوائد الأسهم التي تتبع البيئات والظروف النقدية العالمية المختلفة عند اتباع مبدأ التنويع في محافظهم.

دراسة (Shaoping, 2008) بعنوان:

Positivist Analysis on Effect of Monetary Policy on Stock Price Behaviors.

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين مؤشر أسعار الأسهم في سوق الأسهم الصيني (Shanghai Securities Compositet Index) والسياسة النقدية، وتم استخدام متغير سعر صرف العملة المحلية مقابل الدولار، وسعر الفائدة على الادخار، ومعدل الإحتياطات الادخارية، وعرض النقد بتعريفاته الثلاثة (M_2 ,M_1 ,M_0) كمتغيرات تعكس موقف السياسة النقدية. امتدت الدراسة للفترة (من كانون الثاني2005 إلى حزيران2007)، واستخدم الباحث من أجل ذلك نموذج (VECM)، واختبار السببية واختبار التكامل المشترك.

بينت نتائج اختبار التكامل المشترك وجود علاقة إيجابية طويلة الأجل بين سعر الصرف، ومعدل الإحتياطات الادخارية، وعرض النقد بتعريفاته الثلاثة من جهة وأسعار الأسهم من جهة أخرى، ووجود علاقة سلبية طويلة الأجل غير معنوية بين سعر الفائدة على الادخار وأسعار الأسهم. أما اختبار السببية فبين وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين سعر الصرف وأسعار الأسهم، ووجود سببية أحادية الاتجاه من معدل الإحتياطات الادخارية، ومن عرض النقد (M_1) و(M_2) إلى أسعار الأسهم وذلك في الأجل القصير. وتبين عدم وجود سببية من سعر الفائدة على الادخار، ومن عرض النقد (M_0) إلى أسعار الأسهم. أما سببية الأجل الطويل فبينت أن سعر الفائدة على الادخار ومعدل الإحتياطات الادخارية لا تسبب أسعار الأسهم، لكن أسعار الأسهم تسبب سعر الفائدة على الادخار.

دراسة (Kholodilin et al., 2008) بعنوان:

Assessing the impact of the ECB's Monetary Policy on the Stock Markets.

حاولت الدراسة معرفة أثر السياسة النقدية التي ينتهجها البنك المركزي الأوروبي على المؤشر الكلي والمؤشرات القطاعية لسوق الأسهم الأوروبية، باعتبار سعر الفائدة قصير الأجل كمؤشر يعكس السياسة النقدية، امتدت الدراسة للفترة (1999-2008)، واستعمل الباحث طريقة (Heteroskedastictiy)، بالإضافة إلى طريقة العزوم العامة (Generalized Method of Moment) (GMM) وطريقة المتغيرات المساعدة (Instrumental Variable) (IV)، وتوصل إلى أن السياسة النقدية الانكماشية لها أثر سلبي على سوق الأسهم، حيث أن الزيادة في سعر الفائدة قصير الأجل تؤدي إلى انخفاض أسعار وعوائد الأسهم.

دراسة محمد وآخرون (Mohammad et al., 2009) بعنوان :

Impact of Macroeconomics Variables on Stock Market; Empirical Evidence in Case of Karachi Stock Exchange.

حاولت الدراسة شرح العلاقة بين بعض متغيرات الاقتصاد الكلي وأسعار الأسهم في بورصة كراشي(Karachi) في باكستان، وتم الاعتماد على بيانات فصلية للفترة (1986-2008) بالنسبة للمتغيرات المتمثلة في سعر الصرف الأجنبي، والاحتياطات من العملة الأجنبية، ومؤشر الإنتاج الصناعي، وسعر الفائدة، ورأس المال الثابت الإجمالي، وعرض النقد (M_2)، ومؤشر المبيعات والذي استدل به بمعدل التضخم. استخدم الباحث في تحليله أسلوب (ARIMA) (Auto Regressive Integrated Moving Average)، وتوصل إلى أن سعر صرف العملة، والإحتياطات من العملة الأجنبية ومعدل التضخم كان لهم أثر إيجابي كبير على بورصة كراشي خاصة في ظل التحرير بعد سنة 1991، حيث ارتفعت أسعار الأسهم، وثبت أن عرض النقد وسعر الفائدة كان لهما أثر سلبي على أسعار الأسهم، في حين لم يثبت وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر الإنتاج الصناعي ورأس المال الثابت الإجمالي على أسعار الأسهم.

دراسة بن ناصور وآخرون (Ben Naceur et al ., 2009) بعنوان:

Monetary Policy and Asset Pricing.

طبقت الدراسة على سبعة دول مختارة تنتمي إلى مجموعة دول (MENA) (Middle East North Africa) والمتمثلة في السعودية، وسلطنة عمان، الأردن، ومصر، تونس، والمغرب وتركيا، وذلك بهدف تحليل العلاقة بين أداء أسواق الأسهم في هذه الدول والسياسة النقدية للفترة (1990–2008) وذلك باستخدام أسلوب (SVAR) (Structual Vector Autoregression).

استخدمت الدراسة مؤشرات مختلفة تعكس السياسة النقدية في هذه الدول، حيث تم استخدام متغير سعر الفائدة بين البنوك لليلة واحدة كمؤشر يعكس السياسة النقدية في السعودية وسلطنة عمان، واستخدم سعر الفائدة على أذونات الخزانة في مصر، أما في تونس والمغرب فاستخدم سعر الفائدة السوقي، واستخدم سعر الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر في الأردن، وفي تركيا تم استخدام الفرق بين سعر الفائدة ما بين البنوك وسعر الصرف كمؤشر للسياسة النقدية، بالإضافة إلى استخدام متغيرات تحكمية تمثلت في معدل التضخم، وكذا النشاط الحقيقي الذي استدل به من خلال مؤشر الإنتاج الصناعي وذلك في كل من الأردن، والمغرب، وتونس وتركيا، أما في السعودية وعمان (دول منتجة للنفط) فقد استخدم مؤشر أسعار البترول باعتبار أن النشاط الحقيقي في هذه الدول يرتبط بعوائد النفط. ومن خلال استخدام دالة الاستجابة الفورية (IRFs) (Impulse Response Function) تبين:

1- في حالة السعودية وسلطنة عمان: أسعار الأسهم تستجيب إيجابيا وبقوة للصدمات في النشاط الحقيقي والتضخم، بينما تستجيب سلبيا للسياسة النقدية الانكماشية المتمثلة في ارتفاع سعر الفائدة.

2- في حالة الأردن ومصر: لم يكن هناك تأثير للصدمة في النشاط الحقيقي على أسعار الأسهم في الدولتين، بينما أثرت الصدمة الإيجابية في أسعار الفائدة سلبيا على أسعار الأسهم، وأدت الصدمة الإيجابية في معدل التضخم إلى انخفاض أسعار الأسهم في الأردن.

3- في حالة تونس، والمغرب وتركيا: استجابت أسعار الأسهم للصدمة في كل من أسعار الفائدة، والنشاط الحقيقي والتضخم، فالصدمة الإيجابية في النشاط الحقيقي كان لها أثر إيجابي على أسعار الأسهم، بينما الصدمة الإيجابية في أسعار الفائدة والتضخم كان لها أثر سلبي على أسعار الأسهم.

دراسة علي وآخرون (Ali et al., 2010) بعنوان:

Causal Relationship between Macroeconomic Indicators and Stock Exchange Price in Pakistan.

حاولت الدراسة تحليل العلاقة بين كل من المتغيرات الاقتصادية المتمثلة في عرض النقد (M_2)، ومعدل التضخم، ومؤشر الإنتاج الصناعي، سعر الصرف والميزان التجاري من جهة، ومؤشر أسعار الأسهم في سوق كراشي في باكستان من جهة أخرى، وذلك باستخدام بيانات شهرية للمتغيرات للفترة (تموز 1990- كانون الأول 2008) بعدد 220 مشاهدة. وتم الاعتماد على تحليل التكامل المشترك واختبار السببية لمعرفة العلاقة. دلت نتائج الدراسة على وجود علاقة طويلة الأجل بين عرض النقد، والإنتاج الصناعي وأسعار الأسهم، بينما لم تثبت مثل هذه العلاقة في حالة سعر الصرف، ومعدل التضخم والميزان التجاري. في المقابل تبين وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين مؤشر الإنتاج الصناعي والميزان التجاري، ومؤشر أسعار الأسهم، وعدم وجود علاقة سببية بين عرض النقد وسعر الصرف من جهة ومؤشر أسعار الأسهم من جهة أخرى، في حين تبين أن مؤشر أسعار الأسهم في باكستان يسبب معدل التضخم.

من خلال الدراسات السابقة يتبين وجود اختلاف في آراء الباحثين في طريقة التحليل لبحث العلاقة بين السياسة النقدية ونشاط سوق الأوراق المالية، وتباين في النتائج، فبينما اعتمد بعض الباحثين على سعر الفائدة كمؤشر يعكس السياسة النقدية، اعتمد البعض الآخر على متغير عرض النقد. ففيما يخص عرض النقد، نجد أن عددا من هؤلاء الباحثين توصل إلى أن أسعار الأسهم عرضة للتغير في عرض النقد، وأكدوا على إيجابية العلاقة بين عرض النقد وأسعار وعوائد الأسهم، كما هو الحال في دراسة (سلامة، 1997 ب)، و(ملاوي، 2008)، و(الرفاعي، 1999)، و(AL-Sharkas, 2004) وذلك على سوق عمان للأوراق المالية. أما بالنسبة للأسواق الأجنبية

والعربية، فقد بينت دراسة (Ratanapakorn, 2000) المطبقة على سوق الأسهم الأمريكي إيجابية العلاقة بين عرض النقد وأسعار الأسهم على المدى الطويل، وهي نفس النتيجة التي توصل إليها (Shaoping, 2008) في دراسته على سوق شنغاي في الصين، ودراسة (wong et al., 2005) على سوق سنغافورة المالي. كما تبين أن الصدمة الإيجابية في عرض النقد تؤثر إيجابيا على أسعار الأسهم وذلك في الأجل القصير وهذا ما توصلت إليه دراسة (Li, 2004) المطبقة على سوق الأسهم الكندية، ودراسة (البازعي،1998) على سوق الأسهم السعودي، وأكدت دراسة (Menike,2006) على التأثير الإيجابي لعرض النقد على أسعار الأسهم في سوق كولومبو، أما دراسة (Maskay and Chapman, 2007) فتوصلت إلى معنوية التأثير الإيجابي في عرض النقد المتوقع على أسعار الأسهم في السوق الأمريكي.

من جهة أخرى بينت دراسات (ملاوي، 2008)، و(الرواشدة، 1999) و(هيلات، 2004)، و(الرفاعي، 1999) أن أحجام التداول تستجيب بشكل إيجابي للزيادة في عرض النقود. كما بينت دراسة (الرفاعي، 1999) التأثير الإيجابي لعرض النقد على عدد الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، بينما توصلت دراسة (هيلات، 2004) إلى سلبية هذه العلاقة.

وبالمقابل، نجد أن البعض الآخر من الدراسات توصل إلى وجود تأثير سلبي لعرض النقد على أسعار الأسهم كما هو الحال في دراسة كل من (Mohmmaad et al., 2009) على سوق كراشي (Karachi) المالي، ودراسة (Ibrahim and , 2001 Yusoff) على سوق الأسهم الماليزي والتي بينت التأثير السلبي على المدى الطويل، وأن هذا الأثر يكون إيجابيا على المدى القصير، ودراسة الفراج (2004) على سوق الأسهم السعودي، ودراسة (Gan et al., 2006) على سوق الأسهم النيوزيلاندي، كما بينت دراسة (Sourial, 2002) على سوق رأس المال المصري استجابة العائد على مؤشر سوق الأسهم سلبيا للزيادة في عرض النقد.

غير أنه لم تتوصل بعض الدراسات المطبقة على سوق عمان للأوراق المالية إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لعرض النقد على أسعار الأسهم، كما هو الحال في دراسة (البدري والخوري، 1997)، و(الخطيب والشرع، 1994)، و(أرشيد، 2004)

وكذلك دراسة (الزعبي، 2000) والتي بينت وجود تأثير غير معنوي للتغير في عرض النقد على أسعار الأسهم، على الرغم من أن الباحث أكد في تلك الدراسة على وجود تأثير للمتغيرات الاقتصادية مجتمعة على أسعار الأسهم.

أما فيما يخص أسعار الفائدة على الودائع لأجل، فلقد توصلت دراسة (الرفاعي، 1999)، و(هيلات، 2004)، و(الطراونة، 2004)، و(الرواشدة، 1999) إلى سلبية تأثير هذا المتغير على حجم التداول، بالمقابل وجدت دراسة (هيلات، 2004)، و(Gan et al.,2006) تأثير إيجابي لهذا المتغير على أسعار الأسهم، وهذا ما يتعارض مع ماتوصلت إليه دراسة (الرفاعي، 1999) و(الموعد، 2005). كما تم التوصل إلى وجود تأثير سلبي لأسعار الفائدة على القروض في دراسة كل من(Gan et al., 2006) و(Li, 2004)، بالرغم من عدم التوصل إلى وجود تأثير في دراسة (سلامة ،1997 ب).

يتبين من خلال الدراسات المحلية السابقة، أنها اعتمدت في تحليلاتها للسلاسل الزمنية على تطبيق نماذج إحصائية تقليدية بسيطة في محاولتها تبيان أثر المتغيرات الاقتصادية على سوق عمان للأوراق المالية والتي تدخل في ضمنها متغيرات السياسة النقدية، فقد طبقت غالبية الدراسات طريقة المربعات الصغرى العادية ونموذج الانحدار المتعدد، كدراسة كل من (الخطيب والشرع، 1994) و(الرواشدة، 1999)، و(الطراونة، 2004) وغيرها من الدراسات. وعلى هذا الأساس يمكن القول أن غالبية الدراسات المحلية السابقة لم تقم باختبار استقرارية تلك المتغيرات المستخدمة، والتي ينتج عنها انحدار زائف بين المتغيرات غير الساكنة، الأمر الذي يؤدي إلى نتائج مضللة وغير دقيقة؛ وإن كانت دراسة كل من(AL-Sharkas, 2004) و(هيلات، 2004) و(ملاوي، 2008) قد تم التأكد فيها من استقرارية البيانات، لذلك فقد جاءت هذه الدراسة لسد تلك الثغرات في بعض الدراسات في ظل النموذج المستخدم في الدراسة (VAR). كما أن هذه الدراسة قامت باختبار استقرارية بيانات نموذج الدراسة، وهذا الإختبار يعتبر من أهم الاختبارات القياسية التي يجب إجراؤها قبل البدء في عملية التحليل القياسي، والذي لم يتم التطرق إليه في الدراسات السابقة.

من جهة أخرى، اهتمت الدراسات المحلية السابقة بمعرفة أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم فحسب كما هو في دراسة (البدري والخوري، 1997)، و(سلامة، 1997 ب)، و(الزعبي، 2000)، و(أرشيد، 2004)، و(الموعد، 2005) متجاهلة حجم التداول ومعدل دوران الأسهم واللذان يعبران على نشاط سوق الأوراق المالية، وإن كانت دراسة (الخطيب والشرع، 1994)، و(الطراونة، 2004)، و(الرواشدة، 1999) قد أدخلت حجم التداول في الدراسة؛ وكذلك عملت دراسة (الرفاعي، 1999)، و(هيلات، 2004) على إضافة متغيري حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة إلى أسعار الأسهم، إلا أن معدل دوران الأسهم لم يتم الإشارة إليه في جميع الدراسات الأجنبية والمحلية باستثناء دراسة (ملاوي، 2008)، لكن هذه الدراسة اهتمت فقط بمتغيري عرض النقد (M_1) و(M_2) كمتغيرين يحاول معرفة تأثيرهما على مؤشرات سوق الأوراق المالية، لذلك فقد جاءت هذه الدراسة لتركز على دراسة تأثير السياسة النقدية على نشاط سوق عمان للأوراق المالية باستخدام عدد أكبر من الاختبارات القياسية التي لم تؤخذ بعين الاعتبار في العديد من الدراسات المحلية (كاختبار الاستقرارية، واختبار السببية)، وذلك في ظل الأسلوب القياسي الحديث والمتمثل في أسلوب متجه الانحدار الذاتي، وذلك بأخذها بعين الاعتبار عدد أكبر من المتغيرات المستقلة التي تعكس موقف السلطة النقدية كعرض النقد، وسعر الفائدة على الودائع لأجل، وسعر الفائدة على القروض، وعدد أكبر من المتغيرات التابعة والتي تعكس فعلا نشاط سوق عمان للأوراق المالية والمتمثلة في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم، بالإضافة إلى توسيع فترة الدراسة لتمتد للفترة (1978–2009)، وعليه حسب علم الباحثة تعتبر هذه الدراسة من الدراسات المحدودة جدا في الأردن التي تناولت أثر السياسة النقدية على نشاط سوق عمان للأوراق المالية بنفس الأسلوب الكمي والتحليلي المعتمد في هذه الدراسة، وبنفس الإطار النظري لدراسة العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية، ولذلك تمثل هذه الدراسة إضافة للبحث العلمي.

الفصل الثالث

تطور السياسة النقدية ونشاط سوق الأوراق المالية في الأردن

يمارس سوق عمان للأوراق المالية دورا مهما في تحفيز النشاط الاقتصادي الأردني لكونه يعد وعاءً ضروريا لحشد وتعبئة المدخرات الوطنية، وجذب الاستثمارات الأجنبية، بالمقابل يكرس البنك المركزي الأردني سياسته النقدية من أجل حل المشاكل التي يعاني منها الاقتصاد الأردني بهدف رفع معدلات النمو الاقتصادي. وعلى هذا الأساس تشغل السياسة النقدية في الأردن حيزا واسعا من المناقشات التي تجري دائما بشأن الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي من خلال سياساته والمتعلقة بالائتمان المصرفي، وسعر الفائدة وعرض النقد، والتي بدورها يمكن أن تؤثر وتساهم في تفعيل نشاط سوق عمان للأوراق المالية، خاصة في ظل الإصلاحات الاقتصادية التي تبنتها الحكومة الأردنية والتي مست الجانبين المالي والنقدي.

وعليه، في هذا الفصل سيتم تقديم وصف وتحليل لتطور السياسة النقدية في الأردن، وتطور نشاط سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1978-2009).

1.3. تطور السياسة النقدية في الأردن

تكمن الاهداف الأساسية التي تسعى السلطة النقدية الأردنية لتحقيقها على الدوام هو الحفاظ على الاستقرار النقدي، وضمان قابلية تحويل الدينار الأردني مع الحفاظ على استقرار سعر صرفه تجاه العملات الرئيسة الدولية، إضافة إلى تطوير وتشجيع كثير من التوجهات الاقتصادية وفقا للسياسة الاقتصادية العامة، وقد لجأ البنك المركزي الأردني إلى معالجة الأزمات الاقتصادية وذلك بالسعي لتعزيز الدور التنموي للجهاز المصرفي من خلال حشد المدخرات الوطنية، ورفع كفاية التمويل والإقراض سعيا لرفع كفاءة رأس المال المستثمر، وتعتبر السلطة النقدية أن بلوغ هذا الهدف يعد بمثابة الدعامة الأساسية لتحقيق النمو الإيجابي المستمر.

ولتحقيق الأهداف المشار إليها سابقا، ركز البنك المركزي الأردني على استخدام السياسات التالية (الزيدانين، 1999):

أ. التحكم في نمو عرض النقد ليتناسب مع حجم الناتج الحقيقي وذلك للحفاظ على استقرار مستوى الأسعار وتجنب التضخم.

ب. المحافظة على سعر صرف الدينار الأردني وقابليته للتحويل، إضافة إلى تعزيز احتياطي البلد من العملات الأجنبية.

ج. الموازنة قدر الإمكان بين متطلبات تشجيع الادخار المحلي من جهة ومتطلبات ربحية الاستثمار في القطاعات الإنتاجية المختلفة من جهة أخرى، من خلال إضفاء المرونة على أسعار الفائدة المدفوعة والمقبوضة.

د. تخفيف الضغط على ميزان المدفوعات من خلال التأثير في العمل المصرفي بتوجيهه نحو دعم قطاع التصدير السلعي والخدمي على حساب قطاع الإستيراد.

هـ. تطوير العمل المصرفي، وتوجيه الرقابة عليه من أجل زيادة كفاءة الكتلة النقدية بشكل عام والقاعدة النقدية بشكل خاص.

و. تطوير كل من الأسواق الأولية والثانوية لمواجهة التطورات الاقتصادية والمساعدة في فاعلية السياسة النقدية.

أدوات السياسة النقدية في الأردن

تقوم السلطة النقدية باستخدام أدوات السياسة النقدية بشكل يتجاوب مع الظروف الاقتصادية، ولقد استعمل البنك المركزي الأردني خلال تاريخه خليطا من السياسة النقدية المباشرة وغير المباشرة، مشددا على الأولى في فترة السبعينات حتى أواسط الثمانينات، في حين مزج بينهما في الثمانينات، ثم انتقل وبشكل رئيس إلى السياسة النقدية غير المباشرة منذ أوائل التسعينات بعد أن بدأ برنامج التصحيح الاقتصادي عام 1989، الذي ركز على تطبيق الأدوات النقدية غير المباشرة في ضبط الائتمان والحد من النمو النقدي وتعويم أسعار الفائدة، وقد استخدم البنك المركزي الأدوات المعهودة للسياسة النقدية غير المباشرة متمثلة بسعر إعادة الخصم ونسب الاحتياطي القانوني وعمليات السوق المفتوحة، ولكنه استمر أيضا في اتباع سياسة نقدية مباشرة تمثلت في وضع السقوف الائتمانية، وتحديد أسعار الفائدة، بالإضافة إلى استعمال أداة الإقناع الأدبي من خلال حث البنوك على الحد من منح التسهيلات الائتمانية (السيد علي، 2001).

أولا: سعر إعادة الخصم

يتدخل البنك المركزي الأردني للتأثير على حجم الائتمان وكلفته من خلال أداة سعر إعادة الخصم، حيث تُستخدم هذه الأخيرة للتأثير على حجم السيولة لدى البنوك المرخصة، وبالنظر إلى الجدول رقم (1) يلاحظ أنه مع ظروف الإنتعاش الاقتصادي التي شهدها الأردن خلال الفترة (1978-1982) بسبب الفورة النفطية الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط في السوق الدولية وما واكبها من تزايد حدة الضغوط التضخمية وارتفاع السيولة في الاقتصاد، كان من الطبيعي على البنك المركزي في ظل تلك الأوضاع أن يجري رفعا تدريجيا على سعر إعادة الخصم بغية الحد من قدرة البنوك على التوسع في الائتمان المصرفي الممنوح لقطاعات الاقتصاد الوطني من أجل تحقيق مستويات مستقرة للأسعار، حيث ارتفع هذا السعر من 5.5% عام 1978 إلى 6.5% عام 1982، ومع التباطؤ في النمو الاقتصادي الذي شهده الأردن خلال الفترة (1983-1987)، كان لزاما على السلطة النقدية تخفيض سعر إعادة الخصم من 6.25% إلى 5.75% وذلك لتشجيع البنوك المرخصة على التوسع في الائتمان الممنوح لمواجهة الآثار الانكماشية للتطورات المعاكسة في أواسط الثمانينات.

وعلى إثر تعمق الأزمة النقدية عام 1988، وفي إطار سياسة البنك المركزي الرامية إلى الحد من قدرة البنوك المرخصة على التوسع في منح التسهيلات الائتمانية ومكافحة الضغوط التضخمية والمحافظة على الاستقرار النقدي، عملت السلطة النقدية على اتباع سياسة نقدية متشددة، فقامت برفع سعر إعادة الخصم من 5.75% عام 1987 إلى 7% عام 1988 ثم إلى 8.5%، ليظل ثابتا عند هذا المستوى حتى عام 1996. وفي عام 1997 تميزت السياسة النقدية بتراجع مستوى التشدد حيث انخفض سعر إعادة الخصم إلى 7.75% وذلك بسبب حالة التباطؤ الاقتصادي التي عرفها الأردن، ليعرف بعدها ارتفاعا عام 1998 بزيادة مقدارها 1.25% ليصل إلى 9%، وابتداءً من 1999 عرف سعر إعادة الخصم انخفاضا تدريجيا مستمرا وصل إلى أدنى مستوى له والذي بلغ 2.5% عام 2003 بسبب انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية من جهة، ولعدم وجود ضغوط تضخمية في السوق المحلي من جهة أخرى، وكان الهدف من هذا التخفيض المساهمة في تسريع وتيرة النمو الاقتصادي. ليعرف

بعدها هذا المعدل ارتفاعا من 3.75% عام 2004 إلى 7.5% عام 2006 بسبب ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي، لينخفض مباشرة إلى 7% عام 2007 بسبب انخفاض أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي، ويواصل التراجع خلال العامين التاليين ليصل إلى 4.75% عام 2009 بسبب التوقعات بتباطؤ النشاط الاقتصادي وتفاعلا مع تداعيات الأزمة المالية العالمية.

جدول رقم (1)

تطور سعر إعادة الخصم لدى البنك المركزي الأردني للفترة (1978-2009).

السنة أو الفترة	سعر إعادة الخصم (%)
1978	5.5
1980-1979	6
1982-1981	6.5
1985-1983	6.25
1987-1986	5.75
1988	7
1996-1989	8.5
1997	7.75
1998	9
1999	8
2000	6.5
2001	5
2002	4.5
2003	2.5
2004	3.75
2005	6.5
2006	7.5
2007	7
2008	6.25
2009	4.75

المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية.

وتتوقف فاعلية سعر إعادة الخصم في تأثيرها على حجم الائتمان الممنوح من قبل البنوك التجارية وأسعار الفائدة السوقية على اقتراض هذه البنوك من البنك المركزي، وكذا على حجم السيولة التي تحتفظ بها البنوك التجارية؛ وكما هو معلوم أن البنوك التجارية في الأردن أصبحت تحتفظ بسيولة كبيرة مما يزيد مخزونها من الاحتياطات النقدية دون أن تلجأ للاقتراض من البنك المركزي، بالإضافة إلى عدم توفر سوق مالية ونقدية متطورة ومتكاملة، مما يحد من فاعلية هذه الأداة في التأثير على حجم وتكلفة الائتمان (السيد علي، 2001).

ثانيا: نسبة الاحتياطي النقدي الإلزامي

اعتبرت هذه الأداة من أكثر أدوات السياسة النقدية استخداما في الأردن لتنظيم الائتمان، وبالنظر إلى الجدول رقم (2) يلاحظ أن نسبة الاحتياطي النقدي الإلزامي كانت تفرض بنسب مختلفة على ودائع البنوك، حيث تم فرض نسبة احتياطي أقل على الودائع الادخارية، ونسبة احتياطي أعلى على الودائع الجارية (تحت الطلب) حتى نهاية عام 1988، وفي عام 1989 تم توحيد هذه النسبة على ودائع البنوك المرخصة بالدينار الأردني.

ولقد عرفت نسبة الاحتياطي النقدي الإلزامي عدة تغيرات من رفع وتخفيض بسبب التغيرات الاقتصادية التي مر بها الأردن، فقد شهد هذا الأخير انتعاشا اقتصاديا للفترة (1978-1982) والذي رافقه ضغوطات تضخمية، مما جعل البنك المركزي مضطرا إلى الحد من مقدرة البنوك على منح الائتمان، لذلك قام في عام 1979 برفع الحد الأدنى لنسبة الاحتياطي الإلزامي بمعدل 10% على جميع الودائع، و13% على الودائع الادخارية، و16% على الودائع تحت الطلب، ليجري بعدها تخفيضات متتالية على نسبة الاحتياطي النقدي الإلزامي في عامي 1980، 1981، لتصل في عام 1981 إلى 8% على الودائع الادخارية، و11% على الودائع تحت الطلب. وفي ظل التباطؤ والتراجع في النمو الاقتصادي للفترة (1983-1987) أجرى البنك المركزي تخفيضا آخرا على الاحتياطي النقدي وصلت نسبته في عام 1985 إلى 6% على الودائع الادخارية و9% على الودائع تحت الطلب وذلك بغية توفير المزيد من السيولة لدى البنوك المرخصة (الزيدانين، 1999).

جدول رقم (2)

تطور نسبة الاحتياطي الإلزامي على ودائع البنوك للفترة (1978-2009)

السنة	نسبة الاحتياطي الإلزامي على ودائع البنوك بالدينار الأردني (%)	نسبة الاحتياطي الإلزامي على و دائع البنوك بالأجنبي (%)
1978	12	-
1979	16 -13 *	-
1980	11	-
1981	11 -8	-
1982	11 -8	-
1983	10 -7	-
1984	10 -7	-
1985	9 -6	-
1986	9 -6	-
1987	9 -6	-
1988	9 -6	-
1989	9	35.000
1990	9	35.000
1991	9	35.000
1992	13	35.000
1993	15	35.000
1994	15	35.000
1995	15	35.000
1996	15	14.000
1997	14	14.000
1998	14	14.000
1999	14	14.000
2000	10	10.000
2001	8	8.000
2002	8	8.000
2003	8	8.000
2004	8	8.000
2005	8	8.000
2006	8	8.000
2007	8	8.000
2008	9	-
2009	7	-

المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية.

(-): تعني أن النسبة غير موجودة في نشرة البنك المركزي الأردني.

* نسبة الاحتياطي النقدي الإلزامي على الودائع الادخارية وهي الأقل في الجدول، والثانية نسبة الاحتياطي النقدي الإلزامي على الودائع الجارية (تحت الطلب) وهي الأعلى في الجدول.

وابتداءً من 1982 أخضعت بنوك الاستثمار إلى احتياطي نقدي قدر بنسبة 2.5%، شريطة أن تستثمر ما يعادل 5% من ودائعها التي تزيد عن خمسة ملايين في أذونات الخزينة، ليلغى هذا الحكم عام ويتم استبدال هذه النسبة إلى 5% كحد أدنى من ودائع العملاء والبنوك بالدينار، لترتفع إلى 7% ثم 9% لعامي 1992،1993، ولتصل بشكل تدريجي إلى 14% مماثلة في ذلك النسبة المفروضة على البنوك التجارية وذلك في عام 1997 (المالكي، 1996). وقام البنك المركزي الأردني في عام 1989 على إثر انخفاض قيمة الدينار، ومن أجل ضبط التوسع النقدي والحد من الضغوط التضخمية برفع الحد الأدنى لمتطلبات الاحتياطي الإلزامي على كافة ودائع البنوك المرخصة بالدينار من 6% إلى 9%، كما تم إلزام البنوك بالاحتفاظ لدى البنك المركزي بما نسبته 35% من ودائع العملاء بالعملة الأجنبية كإحتياطي نقدي إلزامي على شكل وديعة لأجل بفائدة، وقد اتخذ هذا الإجراء من أجل تعزيز وضع احتياطات البنك المركزي من العملات الأجنبية وضمانا لأموال المودعين بهذه العملات. وفي عامي 1992 و1993 تابع البنك المركزي رفع نسبة الاحتياطي الإلزامي المفروضة على البنوك التجارية لتصل إلى 13% ،15% على التوالي وذلك للسيطرة على سعر صرف الدينار الأردني، والحد من الموجة التضخمية التي نتجت عن زيادة السيولة المحلية عام 1991، وفي عام 1997 تم تخفيض النسبة على كل من الودائع بالدينار والودائع بالعملات الأجنبية إلى 14% بسبب حالة الركود الاقتصادي التي واجهت الأسواق الأردنية، وفي هذا العام تم توحيد هذه النسبة في حدود 14% لكافة البنوك المرخصة (زغلول، 1996). وواصل البنك المركزي التخفيض من هذه النسبة بواقع نقطتين مئويتين من 10% عام 2000 إلى 8% عام 2001، ويعزى ذلك إلى توفر مستوى مريح من الاحتياطات بالعملات الأجنبية لدى البنك المركزي، وانسجاما مع تطورات أسعار الفائدة في الأسواق العالمية؛ وقد ظلت هذه النسبة ثابتة لغاية 2007، ليقوم البنك المركزي برفعها بمعدل نقطة مئوية واحدة ثم تخفيضها إلى 7% وذلك من أجل مواجهة تداعيات الأزمة المالية والاقتصادية العالمية على الاقتصاد الأردني والتي أدت إلى حالة الركود وتراجع معدلات النمو الاقتصادي (تقريري البنك المركزي، 2001، 2009).

وبالرغم من أن هذه الأداة تلائم الأسواق المالية في الأردن وذلك لعدم حاجتها إلى أسواق مالية ونقدية متطورة، فإن البنك المركزي الأردني استخدم هذه الأداة باستمرار على مدى تاريخه ولكن تأثيرها كان محدودا بسبب السيولة العالية التي تمتعت بها البنوك المرخصة، خاصة من خلال زيادة تدفقات مدخرات وتحويلات الأردنيين العاملين في الخارج.

ثالثا: عمليات السوق المفتوحة

باشر البنك المركزي الأردني عمليات السوق المفتوحة بدخوله بائعا ومشتريا لأوراق الدين العام منذ عام 1988 بهدف التأثير على مستويات السيولة المحلية وكلفة الاقتراض. ونتيجة لعدم كفاية المتاح من أدوات الدين الحكومي (أذونات وسندات الخزينة) والتي تشكل الأدوات الأساسية لتنفيذ عمليات السوق المفتوحة، وفي إطار توجهه نحو إدارة السياسة النقدية بصورة غير مباشرة والتي انبثقت من برنامج التصحيح الاقتصادي عام 1989، وحرصا منه على الحفاظ على مستويات مقبولة من السيولة لدى البنوك من خلال أسلوب التحكم غير المباشر في الائتمان المصرفي، قام البنك المركزي في أيلول 1993 بإصدار شهادات إيداع بالدينار الأردني لثلاثة أشهر ولستة أشهر لتصبح المجال الذي تستثمر فيه البنوك سيولتها الفائضة، واستخدمت كوسيلة للتأثير على سعر الفائدة السوقي، وقد شكل هذا التوجه بداية لسياسة نقدية أكثر تطورا وأكثر سيطرة على مستوى السيولة في الاقتصاد، حيث اعتبرت أسعار الفائدة التي وضعها البنك المركزي على شهادات الإيداع بمثابة المؤشر العام على اتجاهات أسعار الفائدة داخل السوق المحلي، فعندما يرفع البنك المركزي سعر الفائدة على هذه الشهادات، يصبح بإمكان البنوك أن تعرض سعر فائدة أعلى للجمهور لاجتذاب مدخراته، فتقرض جانبا منها في السوق في مختلف أشكال التسهيلات الائتمانية، وتشتري بما يزيد منها شهادات إيداع، وتؤدي أسعار الفائدة الأعلى في هذه الحالة إلى زيادة حوافز الادخار، وزيادة جاذبية الأصول المحررة بالدينار، ويحدث العكس في حالة ما إذا قام البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة على شهادات الإيداع (المالكي، 1996).

واعتبارا من عام 1994 أخذ البنك المركزي الأردني يعتمد بشكل كبير في تنظيم السيولة المحلية على هذه الأداة عن طريق تدخله في السوق النقدية بائعا ومشتريا لهذه الشهادات، وزاد اعتماده عليها عام 1996 وذلك بعد إلغائه السقوف الائتمانية المفروضة بشكل كامل. وقد قام البنك المركزي بتعزيز الاتجاهات المتصاعدة لأسعار الفائدة من خلال الإستمرار في طرح شهادات الإيداع بالدينار بأسعار فائدة مرتفعة، حيث وصل أعلى سعر بيعت فيه شهادات الإيداع لثلاثة أشهر إلى 9.25%، ولستة أشهر إلى 9.5% عام 1996، وذلك بالمقارنة مع 3.25% و4.1% عام 1993 لكل منهما على الترتيب، وكان الهدف من ذلك تحسين مستوى الادخار المحلي والحد قدر الإمكان من النمو في الطلب (الاستهلاكي) الكلي، وكبح جماح التضخم بحيث يثبت عند مستوى مقبول حسب برنامج التصحيح الاقتصادي، بالإضافة إلى مواصلة بناء مستوى جيد من احتياطي العملات الأجنبية لدى البنك المركزي يتناسب مع متطلبات صندوق النقد الدولي، وتوسيع هامش الفائدة بين الودائع بالدينار والودائع بالدولار وذلك لتقوية الموقف المالي للدينار الأردني وتعزيز جاذبيته كعملة ادخار. وفي عام 1997 تمكن البنك المركزي من بناء مستوى جيد من الاحتياطات من العملات الأجنبية وصل إلى 1693 مليون دولار متجاوزا نظيره في عام 1996 بحوالي 996 مليون دولار، الأمر الذي أسهم بترسيخ الثقة بالدينار الأردني وبزيادة جاذبيته بصورة ملحوظة، إذ ارتفعت الأهمية النسبية للودائع بالدينار لدى البنوك المرخصة إلى 63.8% من إجمالي الودائع، وهبطت حصة الودائع بالعملات الأجنبية إلى 36.2% وذلك بالمقارنة مع 60.7% و39.3% لكل منهما تباعًا في عام 1996 (عقل، 2000)؛ الأمر الذي شجع البنك المركزي على اعتماد سياسة طرح شهادات الإيداع عن طريق المزاودة مما أدى إلى انخفاض أسعار الفائدة عليها، والتي أخذت بالهبوط التدريجي اعتبارا من منتصف هذا العام، حتى بلغت الحصيلة الكلية لهذا الهبوط مع نهاية العام ثلاث نقاط مئوية لكل من شهادات الإيداع لأجل ثلاثة أشهر وستة أشهر لتصل كل منهما تباعًا إلى 6.25% و6.5% عام 1997، واقترن هذا الهبوط في أسعار الفائدة بتوسع ملحوظ في السيولة المحلية (الزيدانين، 1999).

وبهدف ضبط معدلات نمو السيولة المحلية من أجل إعادة بناء احتياطات البنك المركزي من العملات الأجنبية، اضطرت السلطة النقدية عام 1998 إلى العودة للتشدد مرة أخرى، ودفع أسعار الفائدة إلى مستوى مرتفع بلغ 9.45% و9.55% على كل من شهادات الإيداع لأجل ثلاثة أشهر وستة أشهر، ونتيجة تبني الحكومة الأردنية لبرنامج ثالث للتصحيح الاقتصادي للفترة (1999–2002)، فقد عمل البنك المركزي على تخفيض أسعار الفائدة على شهادات الإيداع لغاية عام 2003 وذلك تماشيا مع

جدول رقم (3)

تطور سعر الفائدة على شهادات الإيداع بالدينار لأجل 3 أشهر و6 أشهر للفترة (1993–2009)

السنة	3 أشهر	6 أشهر
1993	3.25	4.1
1994	7.75	7.94
1995	8.75	9
1996	9.25	9.5
1997	6.25	6.5
1998	9.45	9.55
1999	6	8.25
2000	6	6.05
2001	3.9	4
2002	3	3.45
2003	2.1	2.15
2004	2.85	3.2
2005	6.2	6.95
2006	6.7	6.86
2007	5.75	5.86
2008	5.64	5.93
2009	-	-

المصدر :الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية.

(–): غير موجودة في الجدول لأن البنك المركزي الأردني توقف في عام 2009 عن إصدار شهادات الإيداع.

انخفاض أسعار الفائدة الدولية، لتعرف بعدها هذه المعدلات ارتفاعا دام 3 سنوات بسبب ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي، حيث هدف البنك المركزي إلى رفع أسعار الفائدة على شهادات الإيداع من أجل تشجيع الإيداع بالدينار ومن ثم زيادة جاذبيته كعملة ادخار. واستجابة للتطورات التي شهدتها أسواق النقد الدولية، ومواكبة للتطورات الاقتصادية المحلية، قام البنك المركزي بتخفيض أسعار الفائدة على شهادات الإيداع التي بلغت 5.64%، 5.93% لكل من شهادات الإيداع لأجل ثلاثة أشهر وستة أشهر عام 2008، ليتوقف البنك المركزي عن إصدارها عام 2009 بهدف ضخ المزيد من السيولة في الاقتصاد الوطني (تقريري البنك المركزي الأردني، 2008، 2009).

ولقد سمح البنك المركزي الأردني للبنوك المرخصة بإصدار شهادات الإيداع وتداولها بالعملات الأجنبية وبالدينار الأردني، ولكن تعتبر شهادات الإيداع بالدينار الوسيلة الرئيسة لإدارة السياسة النقدية الكمية بطريقة غير مباشرة، ويستخدم البنك المركزي الأردني عمليات السوق المفتوحة من خلال إصدار شهادات الإيداع للتأثير على الاحتياطي النقدي للبنوك والتي تقوم بتغيير قروضها واستثماراتها تبعا لذلك.

رابعا: سياسة أسعار الفائدة

مرت أسعار الفائدة في السوق المصرفي الأردني بمراحل عدة، فكانت في مرحلة من المراحل محددة من قبل البنك المركزي الذي يتحكم فيها من خلال سياسته النقدية للتأثير على النشاط الاقتصادي، وفي المراحل التالية قام البنك المركزي بتعويم أسعار الفائدة بعد أن مر الاقتصاد الأردني بفترة تباطؤ اقتصادي، مع العلم أن هذا التعويم لا يعني إلغاءً كليا لدور السلطة النقدية في التأثير في أسعار الفوائد، بل يبقى لهذه السلطة دورا مهما جدا لكنه غير مباشر، حيث تتدخل مستعملة أدواتها الأخرى للتأثير في مستوى الفوائد وإبقائها عند المستوى المتناسب واحتياجات الاقتصاد الوطني، وفيما يلي تحليل للتغيرات في أسعار الفائدة.

1. أسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية في شكل قروض وسلف

يعتبر سعر الفائدة على القروض من أهم الأدوات النقدية التي تستخدمها السلطة النقدية للتأثير على حجم الائتمان، حيث أجازت المادة (43) من قانون البنك المركزي

الأردني رقم (21) لعام 1960 بحق البنك المركزي بتحديد الحد الأدنى والحد الأعلى لمعدلات الفوائد على التسهيلات الائتمانية. ولقد اتسمت سياسة سعر الفائدة في الأردن على مدار الفترة (1978–1988) والتي تمثل فترة ما قبل الإصلاح الاقتصادي بأنها كانت سياسة موجهة، يهدف البنك المركزي من ورائها إلى تعبئة المدخرات الوطنية وتعزيز الاستثمارات، وهذا من خلال توجيه الائتمان المصرفي وفق أولويات التنمية، ففي عام 1979 ألزم البنك المركزي البنوك التجارية بالتقيد بحد أدنى لمعدل الفائدة الذي تتقاضاه على التسهيلات الائتمانية المباشرة التي تمنحها لعملائها يساوي 8%، ومنعها من تقاضي فوائد (عمولة) تزيد على 1% فوق هذا الحد الأدنى، ليقوم بعد ذلك في عام 1980 برفع معدل العمولة على التسهيلات الائتمانية إلى 1.75%، وبقيت معدلات الفائدة المحددة ثابتة لغاية عام 1982 .

تميزت السياسة النقدية منذ بداية عام 1983 ولغاية عام 1987 بالطابع التوسعي بسبب حالة الركود الاقتصادي التي عرفها الأردن، حيث تم خلال هذه الفترة إجراء تعديلات متتالية على السقوف الائتمانية، وعلى سقوف أسعار الفائدة، وذلك بهدف تعزيز السيولة المحلية وتشجيع البنوك على تقديم التسهيلات الائتمانية من أجل تشجيع تمويل الاستثمارات المحلية؛ فقد عرفت الفترة (1983–1985) تخفيض الحد الأعلى لسعر الفائدة على التسهيلات الائتمانية إلى 8.75% بدلا من 9%، مع تخفيض العمولة عليها بنصف نقطة مئوية لتتراوح بين 0.5% و1.25%، ليكون أول إجراء عملي يتم فيه تخفيض سعر الفائدة إلى أقل من 9 %، أما خلال عامي 1986، 1987 فقد عرف تحديد أسعار الفوائد على التسهيلات الائتمانية لدى البنوك المرخصة مابين 7.25% كحد أدنى، و8% كحد أقصى، مع تحديد عمولة حدها الأقصى 1%، أما لدى الشركات المالية فيكون سعر الفائدة 7.5% كحد أدنى و8.5% كحد أقصى، مع عمولة حدها الأقصى 1.25% (عقل، 2000).

وفي خطواته الأولى نحو تحرير أسعار الفوائد، قام البنك المركزي عام 1988 بتعويم أسعار العمولات على كافة أنواع التسهيلات الائتمانية المباشرة بالنسبة للبنوك والشركات المالية شريطة أن لا تقل عن 0.5% سنويا، أما أسعار الفائدة على التسهيلات في شكل قروض فقد تم تحديدها بنسبة 9% سنويا. واعتبارا من 29 كانون

جدول رقم (4)

تطور سعر الفائدة على القروض والسلف لدى البنوك المرخصة

للفترة (1978– 2009)

السنة أو الفترة	*الوسط المرجح لسعر الفائدة على القروض والسلف (%)**
1978	9
1982 -1979	8 -9
1985 -1983	8 – 8.75
1987-1986	7.25 -8
1988	9
1989	10
1990	10.51
1991	10.22
1992	10.20
1993	10.27
1994	10.42
1995	10.47
1996	11.60
1997	12.55
1998	12.89
1999	12.67
2000	11.38
2001	10.45
2002	9.85
2003	8.92
2004	7.59
2005	8.10
2006	8.56
2007	8.86
2008	9.48
2009	9.03

المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية.

(*): يمثل سعر فائدة مرجح بحجم التسهيلات للفترة (1990–2004).

الثاني 1989 خرجت الفوائد على التسهيلات الائتمانية عن نطاق الحد الأقصى المعمول به ليتم تحديدها بنسبة 10% بالنسبة للمقيمين، أما بالنسبة لغير المقيمين فتم تحديدها بنسبة 13%، وذلك من أجل ضبط التوسع في السيولة المحلية واحتواء الضغوط التضخمية، بالإضافة إلى الرغبة في عرقلة الاقتراض الذي كان يخشى أن يكون لأغراض شراء الدولار والعملات الأجنبية عندما كانت أزمة الدينار مستعرة (المالكي، 1996).

وبعد تفاقم الأزمة الاقتصادية وبروز الحاجة إلى تبني برنامج للتصحيح الاقتصادي، واستعانة بخبرة من البنك الدولي، أعدت الحكومة برنامجا متكاملا لإعادة هيكلة الاقتصاد الأردني يهدف إلى تعزيز الثقة بالوضع الاقتصادي العام، واستقرار سعر صرف الدينار، وتحقيق معدلات نمو مقبولة في الناتج المحلي الإجمالي، وكذلك تخفيض معدلات التضخم، فقد عهدت السياسة النقدية إلى متابعة تطورات سعر صرف الدينار بما يضمن تحقيق الاستقرار النقدي، وتعويم أسعار الفوائد وتحديد سقف لصافي الائتمان المحلي. وخضوعا لمتطلبات برنامج التصحيح الاقتصادي، أصدر البنك المركزي المذكرة رقم (11\90) التي أدت إلى استكمال تعويم أسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية، وعليه ابتداءً من 3 شباط 1990 انتقل الأردن من أسلوب أسعار الفوائد المدينة المحددة قانونيا أو إداريا، إلى أسلوب ترك الحرية لأسعار الفوائد المدينة لتتحدد طبقا لقوى السوق، حيث تم التعويم بإلغاء التعليمات التي تحدد أسعار الفائدة التي تتقاضاها البنوك والشركات المالية المرخصة على كافة أنواع التسهيلات الائتمانية المباشرة بالدينار الأردني، مع تثبيت العمولة عليها بنسبة 1% كحد أقصى، وبذلك أصبح هيكل أسعار الفائدة على القروض معوما، وكان الهدف من هذا الإجراء هو إبراز سعر فائدة حقيقي موجب خاصة بعد المستويات التي شهدها معدل التضخم في أعقاب انخفاض سعر صرف الدينار، وذلك من أجل حشد المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات ومن ثم المساهمة في إنجاح برنامج التصحيح الاقتصادي الهادف إلى تصحيح المسيرة الاقتصادية (الجعفري والحمصي، 1993).

ويتبين ومن خلال الجدول رقم (4) أن أسعار الفائد على التسهيلات الائتمانية في شكل قروض بعد التعويم ولغاية عام 1995 لم تتغير كثيرا، حيث عرفت تذبذبا طفيفا

وتراوحت بين 10.51% و10.47% خلال هذه الفترة، ومن بين أهم الأسباب التي ساعدت على استقرار أسعار الفائدة المدينة بعد التعويم عند أسعار قريبة جدا من مستوى أسعار الفوائد التي كانت سائدة في السوق قبل التعويم هو ضعف الطلب على الائتمان بسبب فترة الكساد التي مر بها الاقتصاد الأردني.

وفي ظل عملية التصحيح الاقتصادي للفترة (1989-1995)، وبهدف ضبط التوسع في السيولة المحلية وذلك في إطار بلوغ الأهداف الكمية المحددة للإئتمان المحلي، اتخذ البنك المركزي عام 1992 قرارا جديدا في هذا المجال، حيث حدد القرار سقوفا للتسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك بحيث لا تتجاوز 10 أمثال رأسماله واحتياطاته، ولا تزيد عن 90% من إجمالي الودائع لديه بالدينار، وقد جاء هذا القرار عوضا عن القرار السابق الذي كان يقضي بأن لا تتجاوز التسهيلات الائتمانية الممنوحة من البنك لعملائه عن 70% من إجمالي ودائعه بالدينار؛ وفي عام 1994 ألغي السقف الذي يحدد حجم التسهيلات الممنوحة من قبل البنوك بما لا يزيد عن عشرة أمثال رأس المال والاحتياطات، وفي عام 1995 ألغي السقف الآخر الذي يقضي بأن لا تتجاوز التسهيلات الائتمانية الممنوحة من البنك لعملائه عن 90% من إجمالي ودائعه بالدينار، وبذلك تحررت البنوك من السقوف الائتمانية، وجاءت سياسة البنك المركزي التحررية في هذا المجال ضمن إطار خطواته التي اتخذها للتحول للإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية. وفي إطار تحسين المناخ الاستثماري في السوق المالية الأردنية، قرر البنك المركزي اعتبارا من أواخر1995 رفع السقف المفروض على التسهيلات الائتمانية المباشرة الممنوحة من البنوك لعملائها لغايات تمويل شراء الأوراق المالية والإكتتاب فيها من 150 ألف دينار إلى 500 ألف دينار للشخص الطبيعي، ومن 300 ألف دينار إلى مليون دينار للشخص المعنوي (زغلول، 1996).

واتجهت أسعار الفائدة على القروض للفترة (1996-1999) نحو الارتفاع بشكل تدريجي مقارنة بمستوياتها في الأعوام السابقة بغية تخفيض مستوى الطلب الكلي والحد من الضغوط التضخمية التي كانت سائدة في السابق وذلك تماشيا مع برنامج التصحيح الاقتصادي، ولقد أضفت السلطة النقدية منذ عام 1999 طابعا من التخفيف الواضح على سياستها النقدية بهدف المساهمة في تسريع وتيرة النمو الاقتصادي، حيث

انخفضت أسعار الفائدة على القروض بشكل تدريجي من 12.67% عام 1999 إلى 7.59% عام 2004. وبسبب ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي عام 2005، قام البنك المركزي برفع أسعار الفائدة على كافة أدوات سياسته النقدية كرفع سعر إعادة الخصم، ورفع سعر الفائدة على اتفاقيات إعادة الشراء لأجل أسبوع، وسعر الفائدة على نافذة الإيداع لليلة واحدة، والتي انعكست على أسعار الفائدة على القروض لدى البنوك المرخصة حيث اتجهت نحو الارتفاع إلى 8.10%. والجدير بالذكر أنه بالرغم من تخفيض البنك المركزي أسعار الفائدة على كافة أدوات سياسته النقدية عام 2007، إلا أن أسعار الفائدة على القروض شهدت ارتفاعا هذا العام بمقدار 30 نقطة أساس، لتواصل هذا الارتفاع إلى9.48% وذلك بسبب إحجام البنوك عن تقديم القروض نتيجة تخوفها من تعثر القروض وعدم قدرة المقترضين على السداد في ظل الأزمة المالية العالمية، هذا ماجعلها تعمل على رفع أسعار الفائدة كوسيلة تحوطية واحترازية، لتعاود الانخفاض مباشرة خلال العام الأخير حتى وصلت إلى 9.03% عام 2009.

2. أسعار الفائدة على الودائع لأجل

استخدم البنك المركزي الأردني أداة سعر الفائدة بعد أن تم إجازتها في قانون البنك المركزي رقم (21) لسنة 1960، ففي عام 1979 قرر البنك المركزي رفع الحد الأدنى لسعر الفائدة المدفوع على الودائع لأجل بالدينار الأردني إلى 6%، وتعتبر الفترة (1983-1987) بالنسبة لأسعار الفائدة فترة تحديد سقوف عليا لهذه الأسعار بدلا من الحدود الدنيا، ففي عام 1983 بدأ البنك المركزي بفرض حدود عليا لأسعار الفائدة على الودائع الادخارية ولأجل بالدينار تراوحت بين 6% و8%، ووصلت إلى 8.5% في عامي 1984 و1985، ومن الواضح أن البنك المركزي خلال الفترة (1978-1985) تعمد رفع أسعار الفائدة على الودائع لأجل لتشجيع الادخار والإيداع بهدف توفير الأموال لغايات الإقراض ومن ثم تحفيز الاستثمار، ولكنه وضع سقوفا لهذه الفوائد لكي يحد من المنافسة غير الشريفة على الودائع بين البنوك (المالكي، 1996). أما في عام 1986 فقد خفض البنك المركزي سعر الفائدة على الودائع لأجل ليصبح الحد الأعلى لها مقدرا بنسبة 7.5%. ويعتبر عام 1988 نقطة تحول

جدول رقم (5)

تطور الوسط المرجح لسعر الفائدة على الودائع لأجل لدى البنوك المرخصة للفترة (1978–2009)

السنة أو الفترة	الوسط المرجح لسعر الفائدة على الودائع لأجل (%)*
1978	5.5
1982-1979	6
1983	8
1985-1984	8.5
1987-1986	7.5
1988	7.74
1989	7.85
1990	8.23
1991	7.82
1992	6.95
1993	6.87
1994	7.33
1995	7.97
1996	8.85
1997	8.91
1998	8.33
1999	7.89
2000	6.55
2001	5.19
2002	3.97
2003	2.75
2004	2.49
2005	3.52
2006	5.13
2007	5.56
2008	5.66
2009	4.23

المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية.

(*): يمثل سعر فائدة مرجح بحجم الودائع للفترة (1990–2004).

(–): في عام 1988 الذي عومت فيه أسعار الفائدة على الودائع، لم يهتم البنك المركزي بنشر أسعار الفائدة المعلنة على الودائع خلال عامي 1988،1989، ولذلك خلى الجدول من هذه الأسعار. غير أنه تم حساب أسعار الفائدة على الودائع لعامي 1988، 1989 من خلال عمل متسلسلة حسابية، حيث أن سعر الفائدة لعام 1988=7.5+7.5+8.23 /3 =7.74، أما سعر الفائدة لعام 1989=8.23+7.82+7.5/3 =7.85؛ (أنظر الحجايا، 2007).

كبرى في تاريخ أسعار الفائدة الدائنة وسياساتها، ففي الربع الأخير من هذا العام وبالضبط في 24 أيلول 1988، قرر البنك المركزي إجراء تعويم على أسعار الفائدة على جميع أنواع ودائع العملاء، والتي أصبحت تتحدد وفقا لقوى السوق.

وقد لجأت البنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على الودائع عام 1990 وذلك لتعويض نقص السيولة والودائع لديها بسبب الأزمة المالية التي واجهتها نتيجة مشكلة السحوبات غير المألوفة لهذه الإيداعات والتي نشأت على إثر نشوب أزمة الخليج عام 1990، وفي عام 1991، وبالرغم من انخفاض سعر الفائدة على الودائع إلا أن حجم الودائع لأجل لدى البنوك ارتفع، ويعزى جزء من ذلك إلى زيادة ادخار الأردنيين العاملين العائدين من دول الخليج. واعتبارا من 3 شباط عام 1992 تم تعويم أسعار الفائدة كليا، وبداية من عام 1994 ولغاية عام 1997 عرفت أسعار الفوائد ارتفاعا تدريجيا بسبب الارتفاع في أسعار الفائدة على شهادات الإيداع.

وبهدف توفير مستوى السيولة الملائم لتمويل النشاط الاقتصادي ومن ثم المساهمة في دفع وتيرة النمو الاقتصادي، أضفى البنك المركزي طابعا من التخفيف على سياسته النقدية للفترة (1998-2004) والتي أدت إلى تخفيضات تدريجية في أسعار الفائدة الدائنة، حيث انخفضت هذه الأخيرة من 8.33% إلى 2.49% لنفس الفترة، ويعزى كذلك الانخفاض في أسعار الفائدة على الودائع عام 2003 إلى انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية من جهة والتي أدت إلى تخفيض البنك المركزي لأسعار الفائدة على أدوات سياسته النقدية، ومن جهة أخرى لعدم وجود ضغوط تضخمية في السوق المحلي؛ وبسبب ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي عام 2005، قام البنك المركزي برفع أسعار الفائدة على كافة أدوات سياسته النقدية، اتجهت نحو الارتفاع إلى 3.52%، ومن ثم واصلت الارتفاع إلى 5.66% عام 2008، لتنخفض عام 2009 بسبب توقعات انخفاض النشاط الاقتصادي وتفاعلا مع تداعيات الأزمة المالية العالمية.

خامسا: عرض النقد

يعد عرض النقد من مؤشرات السياسة النقدية التي يمكن من خلالها الاسترشاد بنوع السياسة النقدية المتبعة من طرف السلطة النقدية سواء كانت توسعية أو

انكماشية، وبالتالي فهو ناتج عن قرارات السلطة النقدية، وليس أداة من أدواتها. والمتتبع لمسيرة الاقتصاد الأردني يلاحظ أنه مر بعدة مراحل تفاوتت بين الانتعاش والركود، ومن ثم كان لزاما على البنك المركزي الأردني اتخاذ سياسات نقدية تنسجم وتتماشى مع ظروف كل مرحلة، ونتيجة للإختلالات الهيكلية والاقتصادية التي عرفها الاقتصاد الأردني خاصة في أواخر الثمانينات، قامت الحكومة الأردنية بتبني برامج للإصلاح الاقتصادي والذي هدف إلى معالجة الإختلال في الاقتصاد الأردني وتحقيق معدلات نمو إيجابية فيه، وقد كان معدل النمو في عرض النقد من أهم المحاور التي استهدفها برنامج التصحيح الاقتصادي، فمن خلال الجدول رقم (6) يتبين أن عرض النقد الحقيقي بالمعنى الواسع (M_2) ارتفع خلال الفترة (1978–2009) من (2626.4) مليون دينار إلى (16888.9) مليون دينار بمعدل نمو سنوي بلغ في المتوسط (6.49%).

لقد شهد الاقتصاد الأردني خلال الفترة (1978–1982) انتعاشا اقتصاديا نتج عن ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية والتي ولدت انتعاشا اقتصاديا للدول العربية المنتجة للنفط نتيجة ارتفاع عائداتها النفطية، مما كان له أثرا إيجابيا أدى إلى زيادة المساعدات المالية المقدمة من طرف هذه الدول للأردن، وزيادة تحويلات الأردنيين العاملين في دول الخليج، الأمر الذي ولد وفرة كبيرة في السيولة المحلية، ووفرة في موارد البنوك وهذا ما أدى بها إلى التوسع في تقديم التسهيلات الائتمانية، وزاد الطلب على الاستثمار مع اندفاع واسع نحو الإنفاق الاستهلاكي، مما ساعد كله في تعرض الاقتصاد الأردني لضغوط تضخمية ملحوظة؛ وفي ظل هذه الظروف قام البنك المركزي الأردني بانتهاج سياسة نقدية متشددة تباينت بين سياسة مباشرة وسياسة غيرمباشرة بهدف الحد من النمو في الائتمان المصرفي، وبالتالي التأثير على نمو عرض النقد الحقيقي ليتماشى مع نمو الناتج المحلي والظروف الاقتصادية، حيث انخفضت نسبة الزيادة في معدل نمو عرض النقد الحقيقي بشكل تدريجي من 21.3% عام 1978 إلى 10.8% عام 1982.

وقد عرفت الفترة (1982–1988) حالة من الركود الاقتصادي وانحسار النشاط الاقتصادي بسبب التراجع في سعر صرف الدولار الأمريكي والهبوط الحاد في أسعار

جدول رقم (6)

تطور عرض النقد الحقيقي بالمفهوم الواسع للفترة (1978–2009)

السنة	عرض النقد الحقيقي M_2 (مليون دينار أردني)	معدل النمو (%)
1978	2626.4	21.3
1979	2928.4	11.4
1980	3361.09	14.7
1981	3733.8	11
1982	4139.5	10.8
1983	4537.07	9.6
1984	4750.5	4.7
1985	4920.7	3.5
1986	5439.4	10.5
1987	6242.6	14.7
1988	6519.2	4.4
1989	5825.6	10.6 -
1990	5274.6	9.4 -
1991	5799.5	9.9
1992	6295.8	8.5
1993	6514.2	3.4
1994	6790.3	4.2
1995	7077.9	4.2
1996	6660.6	5.8 -
1997	6970.7	4.6
1998	7304.6	4.7
1999	8129.6	11.2
2000	8903.8	9.5
2001	9243.4	3.8
2002	9721.8	5.1
2003	10683.6	9.8
2004	11629.7	8.8
2005	13139.2	12.9
2006	14109.7	7.0
2007	14906.2	5.6
2008	15343.0	2.9
2009	16888.9	1.0
متوسط النمو السنوي		6.49

ملحوظة: تم حساب قيم عرض النقد الحقيقي، والنسب المئوية من قبل الباحثة، بناءً على البيانات المنشورة على الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني.

*عرض النقد الحقيقي = (عرض النقد الإسمي/ الرقم القياسي لأسعار المستهلك)× 100 باعتبار سنة الأساس 2006، (2006=100).

النفط العالمية عام 1986، مما أدى إلى تراجع الإيرادات النفطية للدول العربية المنتجة للنفط والتي عملت على ضبط نفقاتها واتباع سياسات تقشفية في موازناتها، الأمر الذي ساهم في انحسار النشاط الاقتصادي في هذه الدول والذي انعكس سلبيا على الاقتصاد الأردني، وقد ظهر ذلك جليا في انخفاض الطلب على الأيدي العاملة الأردنية وما تبع ذلك من انخفاض في حجم تحويلاتهم إلى الأردن، وتراجع حجم المساعدات المالية العربية المقدمة للأردن، وكذلك انحسار أسواق التصدير بالنسبة للمنتجات الأردنية، وهذه العوامل أثرت سلبا على الاقتصاد الأردني، فظهرت أولا الإختلالات الاقتصادية ومن ثم الإختلالات المالية ممثلة في ارتفاع العجز الحكومي وظهور أزمة المديونية الخارجية، الأمر الذي أدى إلى تطبيق سياسة نقدية توسعية من أجل تمويل ذلك العجز الذي تجاوز 20% من الناتج المحلي الإجمالي، حيث تمثلت في ازدياد الائتمان المحلي وخاصة الممنوح للحكومة من قبل الجهاز المصرفي، وكذلك حجم الاقتراض الممنوح من البنك المركزي للحكومة لتعويض النقص الحاصل في مواردها المالية الخارجية، والتي ساهمت في زيادات متسارعة في عرض النقد الحقيقي لغاية 1988، والذي سجل ارتفاعا وصل إلى 6519.2 مليون دينار عام 1988 بعد أن كان 4139.5 مليون دينار عام 1982، ويلاحظ من الجدول أن معدل النمو في عرض النقد كان يتزايد بمعدل متناقص لغاية عام 1985، ليتزايد بعدها في عامي 1986 و1987 بمعدل متزايد بلغت نسبته 10.5% و14.7% على التوالي وذلك لمواجهة الآثار الانكماشية للتطورات المعاكسة في أواسط الثمانينات، ليعود للنمو بوتيرة متباطئة بنسبة 4.4% عام 1988 بسبب رفع سعر إعادة الخصم إلى 7%. ولقد أدت محصلة ظروف الركود الاقتصادي للفترة السابقة إلى أزمة اقتصادية تعمقت في أواخر عام 1988 وبداية عام 1989، والتي تمثلت أبرز مظاهرها في انخفاض قيمة الدينار الأردني تجاه الدولار بحوالي 50%، وارتفاع معدل التضخم إلى 25.6%، وزيادة أعباء المديونية الخارجية التي وصلت إلى 193% من الناتج المحلي الإجمالي عام 1990، هذا ما دفع بالحكومة الأردنية إلى تبني برنامج الإصلاح الاقتصادي الأول للفترة (1989–1993)، حيث عمل البنك المركزي في إطار هذا البرنامج على اتباع سياسة نقدية متشددة لعامي 1989، 1990 استهدفت

ضبط التوسع النقدي للحد من الضغوط التضخمية التي وصلت إلى مستوى 25.6% و16%، وإعادة الاستقرار لسعر صرف الدينار، فقام برفع بعض القيود الإدارية على أسعار الفائدة، ورفع سعر إعادة الخصم والحد الأدنى لمتطلبات الاحتياطي الإلزامي، الأمر الذي أدى إلى انخفاض كبير في معدل نمو عرض النقد وصل إلى (-10.6%)، و(-9.4%) على التوالي، ويُذكر أن البنك المركزي تمكن في عام 1990 من إعادة الاستقرار لسعر صرف الدينار والعودة للعمل بسعر صرف ثابت، ومن ثم الحفاظ على استقراره تجاه العملات الدولية الرئيسة، مما أعاد الثقة بالاقتصاد الأردني.

ويعزى الارتفاع في معدل نمو عرض النقد الحقيقي إلى9.9% عام 1991 إلى بند صافي الأرصدة الأجنبية الذي ارتفع بصورة كبيرة بسبب تدفق مدخرات العاملين الأردنيين العائدين من دول الخليج، وإلى المساعدات الخارجية التي تلقاها الأردن خلال ذلك العام، بالإضافة إلى إعادة جدولة جزء كبير من الديون الخارجية.

وبسبب أزمة الخليج الثانية عام 1990، توقف برنامج التصحيح الاقتصادي الأول مما أدى بالحكومة الأردنية إلى تبني برنامج إصلاح جديد للفترة (1992-1998) يهدف إلى تخفيض معدل التضخم من أجل تحقيق الاستقرار النقدي، وتخفيض حجم القروض المقدمة إلى الحكومة، وزيادة معدل النمو الاقتصادي، فبسبب زيادة سيولة الجهاز المصرفي عام 1991 الناجمة عن زيادة ودائع القطاع الخاص، اندفع إلى تقديم التسهيلات الائتمانية منذ ذلك العام بمعدلات كبيرة ساهمت في حدوث ضغوط تضخمية، مما اظطر بالبنك المركزي لتشديد سياسته النقدية عامي 1992، 1993 من خلال استخدام وسائله النقدية غير المباشرة، كرفع سعر إعادة الخصم ونسب الاحتياطي الإلزامي إلى 13% ثم 15%، وإصدار شهادات الإيداع في عام 1993 بأحجام متزايدة، الأمر الذي ساهم في انخفاض معدل الزيادة في عرض النقد إلى 8.5% و3.4% للعامين على التوالي.

وفي مطلع عام 1994، توجهت السياسة النقدية نحو المحافظة على جاذبية الموجودات المحررة بالدينار، والمحافظة على سعر صرف الدينار، وبناء احتياطي مريح من العملات الأجنبية، الأمر الذي أدى إلى زيادة بطيئة في معدل نمو عرض النقد وصلت إلى 4.2% بسبب الانخفاض البطيء في نسبة الاحتياطي الإلزامي والتي

تم تخفيضها إلى 14%. وفي إطار البرنامج الجديد قامت السلطة النقدية بإتباع سياسة نقدية متشددة كان الهدف من ورائها الوصول إلى تحقيق معدل نمو مناسب في عرض النقد الإسمي لا يتجاوز9%، وقد كان التأثير والتحكم في حجم عرض النقد المتاح داخل الاقتصاد الوطني من خلال أسعار الفائدة أحد أهم أدوات السياسة النقدية المستعملة من قبل البنك المركزي، ففي سنتي 1995 و1996، بقيت السياسة النقدية مستمرة في رفع أسعار الفائدة حتى وصلت إلى9%، 9.5% على شهادات الإيداع لمدة ستة أشهر، إلى جانب الإستمرار في سياسة ضبط عرض النقد عن طريق تخفيض حجم الائتمان الممنوح للقطاع العام، مما أدى إلى تراجع النمو فيه إلى 4.2% و (-5.8%) على التوالي.

ولقد أفضى التباطؤ الاقتصادي الذي عرفته الفترة (1997-1999) إلى تراجع مستوى التشدد، فزاد عرض النقد خلال النصف الأول من عام 1997 بشكل ملموس، الأمر الذي شجع البنك المركزي على اعتماد طرح شهادات الإيداع بالدينار عن طريق المزاودة، مما أدى إلى تراجع أسعار الفائدة عليها إلى6.5%، وقد أدى تراجع أسعار الفائدة إلى جانب استمرار التقلص في فرص استثمار الفوائض النقدية المتاحة للبنوك من جهة، وتخفيض الاحتياطي النقدي الإلزامي على العملات الأجنبية من 35% إلى 15%، وإزالة القيود على الإقراض بالعملات الأجنبية من جهة أخرى، إلى ارتفاع معدل النمو في عرض النقد بشكل سريع من (-5.8%) عام 1996 إلى 4.7% عام 1997، ليتواصل هذا الارتفاع إلى 11.2% عام 1999 بسبب انخفاض سعر الفائدة على مختلف أدوات السياسة النقدية للبنك المركزي.

وفي إطار البرنامج الثالث للتصحيح الاقتصادي للفترة (1999-2002) الهادف إلى رفع معدل النمو الاقتصادي الحقيقي، والمحافظة على نسبة تضخم منخفضة، وتعزيز الاحتياطات الأجنبية؛ فإن آلية تنفيذه تمت من خلال سياسة نقدية صارمة للمحافظة على استقرار سعر صرف الدينار الأردني، الأمر الذي ساهم في تراجع معدل الزيادة في عرض النقد لعامي 2000،2001 حيث وصل إلى 9.5%، 3.8% على التوالي. لتعرف بعدها معدلات النمو في عرض النقد زيادات وانخفاضات متتالية والتي كان الهدف منها تسريع وتيرة النمو الاقتصادي والحد من الضغوط التضخمية.

فنتيجة انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية وكذا عدم وجود ضغوط تضخمية في السوق المحلي عامي 2002،2003، خفض البنك المركزي أسعار الفائدة على مختلف أدوات سياسته النقدية من أجل إحداث زيادة في عرض النقد والتي وصلت نسبتها إلى 5.1% و9.8% على التوالي، غير أن الارتفاع في معدل نمو عرض النقد عام 2005 إلى 12.9% يعود إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي والتي أدت إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع بالدينار، الأمر الذي شجع على زيادة حجم الودائع الادخارية ولأجل؛ ليعرف بعدها هذا الأخير بداية من عام 2006 زيادات بمعدلات متناقصة لغاية عام 2009 بسبب ارتفاع سعر إعادة الخصم وانخفاض سعر الفائدة على شهادات الإيداع. وفي ظل الأزمة المالية العالمية، عمل البنك المركزي على تعزيز مناعة الجهاز المصرفي من خلال الحفاظ على مستويات مرتفعة من عرض النقد لتحفيز الاقتصاد الوطني، فقام بتخفيض سعر الفائدة على أدوات سياسته النقدية، كما خفض نسبة الاحتياطي الإلزامي إلى 7%، وأوقف إصدار شهادات الإيداع مما ساهم في ارتفاع عرض النقد الحقيقي إلى 15343. مليون دينار و16888.9 مليون دينار عامي 2008، 2009 (تقريري البنك المركزي الأردني 2008، 2009).

2.3 نشأة وتطور نشاط سوق عمان للأوراق المالية

يعد إنشاء سوق عمان للأوراق المالية من الخطوات الهامة والبارزة في مسيرة تطوير القطاع المالي في الأردن، حيث خطا هذا السوق منذ نشأته خطوات مهمة إذ حقق تقدما كبيرا في تحقيق أهدافه، مما جعله يحتل مكانة مرموقة بين الأسواق الناشئة في العالم العربي، ومن أكثر الأسواق انفتاحا للمستثمرين الأجانب، خاصة بعد رفع سقف الملكية الأجنبية في عام 1998، وإقرار القوانين الهادفة إلى خلق مناخ ملائم للاستثمار في الأوراق المالية.

أولا: نشأة سوق عمان للأوراق المالية وتطوره

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق عمان المالي، فقد بدأ الجمهور الأردني الإكتتاب

بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931، وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938، وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951. كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات؛ ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دعا بالحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل، وسهولته، وسرعته، وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب.

ويعود الفضل في إنشاء سوق عمان المالي إلى الجهود التي بذلها البنك المركزي الأردني بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) (International Finance Corporation) التابعة للبنك الدولي، وذلك عند إجراء دراسات مكثفة بينت أن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة يبرران أهمية إنشاء السوق المالي، وكثمرة لهذه الجهود صدر القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976 والذي تم بموجبه تأسيس هذا السوق، حيث باشر أعماله في الأول من كانون الثاني لعام 1978 كمؤسسة مالية عامة لها شخصيتها الاعتبارية وتتمتع بالاستقلال المالي والإداري.

وقد حدد القانون أهداف سوق عمان المالي فيما يلي: (موقع بورصة عمان الإلكتروني):

1. تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني، وتعبئة الموارد الاقتصادية المتاحة وجذب الاستثمارات الأجنبية.
2. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن مصلحة البلد المالية وحماية صغار المدخرين.
3. جمع ونشر المعلومات والإحصائيات اللازمة من خلال توفيرها من الشركات ذات العلاقة بأعمال السوق، بما يتيح للمستثمرين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بما يخدم التنمية.

4. العمل على استقطاب رؤوس الأموال وتشغيلها عن طريق توزيعها على البدائل الاستثمارية الأكثر إنتاجا، لتحقيق إمكانيات تراكم رؤوس الأموال وتقوية الاقتصاد الوطني.

ونتيجةً لتنامي العولمة والتقدم الكبير الذي حدث في العالم في شتى المجالات، وما نتج عنهما من التزام بتطبيق المعايير الدولية، الأمر الذي أدى إلى بروز تحديات كبيرة أمام دول العالم خاصة النامية منها لإعادة تقييم أوضاعها ضمن المعطيات الجديدة. ومن الجدير بالذكر أن الأردن كان من بين الدول التي أدركت هذه التحديات، فسعيا للارتقاء إلى المعايير الدولية في مجال تنظيم الأسواق المالية، تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق عمان المالي تمثلت في إحداث تغييرات مؤسسية، واستخدام أنظمة للتداول والتسويق والتقاص الإلكترونية، وإزالة كافة معوقات الاستثمار، وتقوية الرقابة للوصول إلى أعلى مستوى من الشفافية، وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية بما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والإنفتاح على العالم الخارجي (التميمي، 2010).

وقد كان من أهم التشريعات الاقتصادية التي تم اتخاذها هو إصدار قانون الأوراق المالية رقم 23 لعام 1997، الذي هدف إلى إحداث نقلة نوعية في تاريخ سوق عمان المالي والذي تم تعديله بإصدار القانون رقم 76 لعام 2002، وقد هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم السوق واستكمال بنيته التحتية، وتم بموجبه فصل الجانب الرقابي والتشريعي الذي تقوم به هيئة الأوراق المالية عن الجانب التنفيذي الذي تقوم به كل من بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية واللذان يُعتبران مؤسستان تُداران من قبل القطاع الخاص (الزعبي، 2004).

وبناءً على ذلك تم تقسيم سوق عمان المالي إلى ثلاث مؤسسات جديدة هي: (التميمي، 2010)

1. هيئة الأوراق المالية (Securities Commission):

هي الهيئة الرقابية المنظمة للسوق، تعتبر هيئة رسمية لها شخصية اعتبارية وتتمتع بالاستقلال المالي والإداري، تعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، كما تقوم بمراقبة نشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها وهي البورصة ومركز إيداع

الأوراق المالية، بالإضافة إلى تنظيم عملية الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

2. مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center):

يتمتع المركز بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وقد باشر أعماله في أيار 1999 بهدف تحقيق الأمان في التعامل بالأوراق المالية، وتعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم وذلك بإنشاء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية، والحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في السوق من خلال وضع أنظمة تتسم بالأمان.

3. بورصة عمان للأوراق المالية (Amman Stock Exchange) (ASE):

باشرت أعمالها في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لها شخصية اعتبارية، وتتمتع باستقلال مالي وإداري، ولا تهدف إلى الربح، وتمثل الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استنادا إلى أحكام قانون الأوراق المالية لسنة 1997.

ومن الجدير بالذكر أن بورصة عمان قد وصلت إلى مراحل متقدمة إذا ما قورنت ببورصات الدول النامية، وما يؤكد ذلك هو تصنيفها من قبل مؤشر ستاند اندبور (S&P500) في عام 2001 كواحدة من أفضل البورصات الناشئة في العالم، واحتلت المرتبة الخامسة بين تلك البورصات عام 2002 من قبل نفس المؤشر وذلك لما تتمتع به من مزايا كاستخدام نظام التداول الإلكتروني، وتطبيق نظم متطورة في مجال التسوية والتقاص، وكذا السماح لغير الأردنيين بالاستثمار في الأوراق المالية (قدومي، 2006).

ثانيا: أقسام السوق

ينقسم سوق الأوراق المالية الأردني إلى قسمين هما (موقع بورصة عمان الإلكتروني):

1. السوق الأولي: ويمثل سوق الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس، والتي تعرض على المدخرين للاكتتاب فيها، والتي تسهم في زيادة التكوين الرأسمالي.

2. السوق الثانوي: هو سوق التداول والذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي وفقا لأحكام القوانين والأنظمة المعمول بها، وينقسم إلى أربعة أسواق هي:

أ. السوق النظامية: والتي يقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج خاصة تحددها لجنة إدارة السوق.

ب. السوق الموازية: يتم التعامل فيها بالأوراق المالية للشركات حديثة التأسيس التي لم تحقق شروط الإدراج في السوق النظامية.

ج. سوق السندات: تشتمل السندات المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية على سندات التنمية وإسناد القرض، وأذونات الخزينة، ويعتبر هذا السوق ضيقا من حيث حجم التداول وذلك لعدم تنوع السندات فيه.

د. سوق التحويلات خارج القاعة (المستثناة من التداول): تتكون التحويلات خارج القاعة من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة، والتحويلات الإرثية، والتحويلات خارج المملكة، بالإضافة إلى تحويلات الشركات غير المدرجة.

أما الأوراق المالية التي يتم التداول بها في بورصة عمان فتتمثل في أسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية، وسندات وأذونات الخزينة، وإسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة.

ثالثا: تطور نشاط سوق عمان للأوراق المالية

حقق سوق عمان للأوراق المالية منذ إنشائه عام 1978 ولغاية اليوم تطورات هامة في نشاطه والذي تعكسه العديد من المؤشرات والتي من بينها (الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم)، بالرغم من تسجيله لبعض حالات التراجع والتي تعزى للظروف السياسية والاقتصادية التي عرفتها المنطقة والتي انعكست على الاقتصاد الأردني بشكل عام، وعلى سوق عمان للأوراق المالية بشكل خاص، وعلى الرغم من ذلك تمكن السوق من تجاوز هذه الظروف وحقق أداءً مميزا وهذا ما يمكن ملاحظته في الجداول القادمة.

1. تطور الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم

تعتبر الأرقام القياسية لأسعار الأسهم من أهم المؤشرات في الأسواق المالية، حيث تبدي فكرة عامة عن اتجاه السوق، وتدل على مستويات الأسعار، وتحديد الاتجاه العام لها، وتستخدم لقياس التغيرات التى تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى. ولقد بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي عام غير مرجح لأسعار الأسهم من خلال اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات، وقد تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي بمقدار 100 نقطة، علماً بأنه إضافة إلى الرقم القياسي العام يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات المتمثلة في قطاع البنوك والشركات المالية، وقطاع التأمين، وقطاع الخدمات وقطاع الصناعة.

غير أنه وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجع بالقيمة السوقية، وتم تحديد 31 كانون الأول 1991 كفترة أساس ليكون الرقم القياسي هو 100 نقطة (تم تغييره إلى 1000 اعتباراً من بداية عام 2004)، ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق، وتم زيادتها إلى ستين شركة في عام 1994، وإلى سبعين شركة في عام 2001، وإلى 100 شركة في عام 2007، ولاختيار هذه العينة تم اعتماد خمس معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها، حيث تمثلت هذه المعايير في القيمة السوقية للشركة، وعدد أيام التداول، ومعدل دوران السهم، وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة.

ويتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناءً على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي تكون ضمن العينة، ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي، ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة، بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف

شركات عن التداول لفترة طويلة، أو شطب إدراج هذه الشركات، ويتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد أثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم، وذلك حتى تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط (موقع بورصة عمان الإلكتروني).

يبين الجدول رقم (7) الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية، ويلاحظ أنه ارتفع من 586.6 نقطة عام 1978 إلى 5520.1 نقطة عام 2009، أي أنه تضاعف أكثر من تسع مرات، وبالتالي الاتجاه العام لحركة الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم هو الارتفاع خلال فترة الدراسة، بمتوسط نسبة نمو 10.72% سنويا.

بناءً على هذا الجدول، يتضح أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم حقق نجاحا ملحوظا على المستوى العام خلال السنوات الأربعة الأولى من عمر السوق (1978-1982) والتي تمثل فترة انتعاش اقتصادي، فقد تحقق أعلى رقم قياسي عام 1981، حيث ارتفع من 757.5 نقطة عام 1980 إلى 1201.8 نقطة عام 1981 بزيادة نسبتها 58.7% وذلك بسبب الإقبال الشديد على التداول بالأوراق المالية المتوفرة في السوق، الذي أدى إلى زيادة حجم طلبات الشراء، وعدم توفر عروض بيع بنفس الحجم مما أدى إلى وجود اختناقات وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم.

إلا أن الفترة (1983-1986) أظهرت بعض مظاهر الركود التي حلت بالسوق والتي سجلت معدلات نمو سالبة، حيث أبدت تراجعا بنشاطه في قطاعات البنوك والخدمات، في حين توقف هذا التراجع في قطاعات التأمين والصناعة في نهاية عام 1985، وانخفض الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم من 1382.5 نقطة عام 1982 إلى 1042.1 نقطة عام 1983 ليسجل انخفاضا قدرت نسبته (-24.6%)، إلى أن وصل إلى أدنى مستوى له في تلك الفترة في عام 1986 حيث انخفض إلى 723.5 نقطة، ولا شك أن للحرب العراقية الإيرانية، وأحداث لبنان، وانخفاض أسعار النفط وانعكاس ذلك على تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج، أثر سلبي على فعالية السوق في تلك الفترة (الخطيب والشرع، 1994)، كما يعزى التراجع في الرقم القياسي إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع لأجل لدى البنوك المرخصة، والتي ارتفعت من

جدول رقم (7)

تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية للفترة (1978-2009)

السنة	الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم*(نقطة)	معدل التغير(%)
1978	585.6	-
1979	679.3	16.0
1980	757.5	11.5
1981	1201.8	58.7
1982	1382.5	15.0
1983	1042.1	-24.6
1984	811.8	- 22.1
1985	786.0	-3.2
1986	723.5	-8.0
1987	796.9	10.1
1988	845.1	6.1
1989	932.7	10.4
1990	804.3	-13.8
1991	1000.0	24.3
1992	1299	29.9
1993	1585	22.0
1994	1436	-9.4
1995	1591.7	10.8
1996	1534.6	-3.6
1997	1692.4	10.3
1998	1701.3	0.5
1999	1673.5	-1.6
2000	1330.5	-20.5
2001	1727.2	29.8
2002	1700.2	-1.6
2003	2615.0	53.8
2004	4245.6	62.4
2005	8191.5	92.9
2006	5518.1	-32.6
2007	7519.3	36.3
2008	6243.1	-17.0
2009	5520.1	-11.6
متوسط النمو السنوي		10.72

المصدر: موقع بورصة عمان الإلكتروني، بيانات إحصائية سنوية. أما النسب المئوية فتم حسابها من قبل الباحثة.

* هذا الرقم محسوب بناءً على الأسس المتبعة في عام 2004، (إغلاق كانون الأول1991= 1000).

6% عام 1982 إلى 8% عام 1986 وهذا ما شجع الأفراد على توجيه استثماراتهم من البورصة إلى الادخار في البنوك التجارية.

وبعد الانخفاض الذي عرفه الرقم القياسي للفترة السابقة، شهدت الفترة (1987-1989) ارتفاعا ملحوظا في الرقم القياسي العام والقطاعي بدرجات متفاوتة باستثناء قطاع التأمين الذي شهد ارتفاعا في عامي 1987 و1988 ثم تراجعا عام 1989، فقد ارتفع الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم في عام1987 بنسبة مئوية تفوق عام 1986 بمقدار 10.1% إلى أن بلغ 932.7 نقطة عام 1989، ويمكن أن نرجع هذا التحسن إلى النمو في حركة التعامل في السوق نتيجة الإجراءات الاقتصادية والنقدية والمالية التي اتخذتها الحكومة الأردنية خلال هذه الفترة والتي هدفت إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي وإعادة التوازن لموازنة الدولة وميزان مدفوعاتها، والتوجه نحو زيادة الادخار والاستثمار في مختلف القطاعات الاقتصادية، بالإضافة إلى التذبذبات التي حدثت في أسعار صرف العملات الأجنبية وما حدث بسوق الصرف الأردني نتيجة الضغوطات الكبيرة التي تعرض لها الدينار عام1988، والتي تمخض عنها بداية إقبال المستثمرين على اقتناء العملات الأجنبية وصلت إلى حد بلغت فيه أسعارها مستويات من الارتفاع مبالغ فيها، مما حفز المستثمرين الأردنيين إلى التحول للاستثمار في الأوراق المالية (تقريري سوق عمان المالي 1988، 1989).

وفي عام 1990 تراجع السوق ليسجل انخفاضا نسبته (-13.8%) مع انخفاض في الرقم القياسي لأسعار الأسهم لجميع القطاعات، وذلك بسبب تفاقم أزمة المديونية الخارجية الأردنية، وأحداث حرب الخليج الثانية التي أثرت على الاقتصاد الأردني بشكل عام وألحقت به خسائر مادية كبيرة. إلا أن الاقتصاد الأردني وبفضل الإصلاحات الهيكلية التي تم اتخاذها في إطار برامج التصحيح الاقتصادي، استطاع أن يتجاوز الإنعكاسات السلبية لتلك الأحداث، الأمر الذي أدى إلى ظهور بوادر التحسن في أداء السوق في الفترة (1991-1993) حيث حقق الرقم القياسي معدلات ارتفاع بمقدار 24.3%، 29.9%، 22% في الأعوام 1991، 1992، 1993 على التوالي، وقد ساهم كل من انتهاء أزمة الخليج وزيادة حجم السيولة الناجمة عن عودة المغتربين الأردنيين العاملين في دول الخليج واستثمار ما لديهم في المملكة في تحسن

السوق. وما لبث السوق عام 1994 أن تراجع بسبب ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع وأدوات الدين، إضافة إلى النشاط الكبير في السوق الثانوية للفترة (1991-1993) والذي رافقه ارتفاع في أسعار الأسهم مما حفز السوق الأولية عام 1994 لإصدار أسهم جديدة، حيث حققت تلك الإصدارات أرقاما قياسية لم يشهدها السوق منذ تأسيسه، الأمر الذي أدى إلى امتصاص جزء كبير من السيولة.

ولقد عرف الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم تذبذبا في النصف الثاني من عقد التسعينات والذي يعود جزئيا إلى التذبذب في الرقم القياسي لبعض القطاعات، فقد ارتفع الرقم القياسي في عام 1995 إلى 1591.7 نقطة بسبب التحسن في قطاع الصناعة، وتوقيع معاهدة السلام بين الأردن وإسرائيل عام 1994 والتي عززت الثقة في المنطقة بشكل عام وفي الأردن بشكل خاص، بالإضافة إلى قيام الحكومة باستحداث قانون الاستثمار لعام 1995، ليعرف انخفاضا عام 1996 بنسبة (-3.6%) بسبب اغتيال رابين، وتدهور عملية السلام، وبداية الإحباط والتشاؤم في المنطقة العربية، وتراجع معدلات الاستثمار نظرا للخوف الكبير جراء هذا الحدث. وعاود الرقم القياسي الارتفاع عام 1997 بنسبة 10.3% مقارنة بالعام السابق بسبب التحسن الذي طرأ على قطاعات التأمين والخدمات والبنوك، وتوقيع اتفاقية الشراكة الأردنية الأوروبية، وإصدار قانون الأوراق المالية وقانون الشركات، ولكنه لم يحقق في عام 1998 إلا ارتفاعا بسيطا قدر بنسبة 0.5%، ليتراجع عام 1999 بنسبة انخفاض (-1.6%)، يتبعها بعد ذلك انخفاضا حادا عام 2000 وصل إلى مستوى 1330.5 نقطة بمعدل انخفاض (-20.5%) وذلك نتيجة لتعثر عملية السلام، والعدوان الإسرائيلي على الأراضي الفلسطينية في نهاية ذلك العام (تقريري سوق عمان المالي 1996، 1997).

ونتيجة للسياسات التي اتخذتها الحكومة والرامية إلى تعزيز المناخ الاستثماري في الأردن، وزيادة النمو الاقتصادي والمحافظة على استقرار سعر صرف الدينار الأردني، وتخفيض أسعار الفائدة، والمحافظة على عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وزيادة الإنفتاح على العالم ونجاح الأردن في إنجاز مشاريع الإتفاقيات الحرة مع الولايات المتحدة وأوربا، والإنضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، والإستمرار في

تطبيق برامج التخاصية، والتطورات التكنولوجية التي شهدتها البورصة في زيادة الثقة في سوق المال الأردني، وتحسن أرباح الشركات المساهمة العامة، وصدور قانون جديد للأوراق المالية رقم 76 لعام 2002، الأمر الذي انعكس إيجابياً على الرقم القياسي لأسعار الأسهم، حيث شهدت الفترة (2001–2005) ارتفاعا في هذا المؤشر بإستثناء عام 2002 الذي سجل انخفاضا طفيفا بمعدل (–1.6%) بسبب الظروف السياسية المحيطة بالعراق.

وقد عرف عام 2006 أعلى معدل انخفاض في الرقم القياسي خلال فترة الدراسة والذي قدر بنسبة (–32.6%)، وذلك بسبب الحركة التصحيحية للبورصة التي أدت إلى انخفاض أسعار الأسهم في جميع القطاعات، ومن ثم انخفاض الرقم القياسي العام، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع لأجل من 3.52% عام 2005 إلى5.13% عام 2006 مما شجع المستثمرين على إيداع أموالهم في البنوك بدلا من الاستثمار في الأوراق المالية، ليرتفع بعد ذلك من 5518.1 نقطة عام 2006 إلى 7519.3 نقطة عام 2007 بمعدل نمو 36.3%، ويعاود الانخفاض في عامي 2008 و2009 بمعدل (–17%)، (–11.6%) على التوالي بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي أثرت سلبا على نفسية المستثمرين حيث زادت من حالات التشاؤم لديهم، كما أدت إلى تراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية بحيث أصبحت مبيعات هذا الاستثمار تتفوق على مشترياته، بالإضافة إلى تأثيرها السلبي على ربحية الشركات المدرجة في السوق والتي أدت إلى انخفاض أسعار أسهمها.

2. تطور حجم التداول

يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في سوق عمان للأوراق المالية، فهو يعطي فكرة عامة عن قوة أو ضعف سوق الأوراق المالية، فزيادة حجم التداول تدل على تفاؤل المستثمرين، وانخفاضه يدل على تشاؤمهم، وغالبا ما يبني المضاربون قراراتهم الاستثمارية عليه.

يبين الجدول رقم (8) حجم التداول الكلي الحقيقي بالدينار خلال فترة الدراسة، حيث ارتفع حجم التداول من 24.32 مليون دينار عام 1978 إلى 8156.38 مليون دينار

عام 2009، بتضاعف مقداره حوالي 335 مرة تقريبا، وبمتوسط نسبة نمو 40.31% سنويا.

ويلاحظ من الجدول رقم (8) أن حجم التداول الحقيقي خلال الفترة (1978-1983) بدأ بالارتفاع التدريجي من 24.32 مليون دينار ليصل إلى 397.27 مليون دينار، وذلك نتيجة تحسن الأوضاع الاقتصادية التي أدت إلى إحداث تغيرات على نشاط السوق والتي جعلته أكثر أهمية في النشاط الاقتصادي المحلي، وفي عملية جذب الأموال وتوظيفها لخدمة الاقتصاد الوطني. وفي عام 1984 عرف حجم التداول الحقيقي أعلى معدل انخفاض خلال فترة الدراسة قدر بنسبة (-59.6%) حيث انخفض من 397.27 مليون عام 1983 إلى 160.32 مليون عام 1984، ورافقه في ذلك انخفاض مماثل في عدد الأسهم وعدد العقود المبرمة، ويرجع السبب في ذلك إلى حالة الركود الاقتصادي التي عرفها الاقتصاد الأردني، وتراجع حجم المساعدات المالية العربية، وانخفاض أسعار النفط وانعكاس ذلك على تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج، بالإضافة إلى أحداث الحرب العراقية الإيرانية. ليعرف بعدها حجم التداول ارتفاعا ملحوظا للفترة (1985-1987)، حيث حقق عام 1987 نسبة ارتفاع بلغت 113.7% عن العام الذي سبقه، وشهد السوقين الأولي والثانوي مستويات متميزة في حجم النشاط سواء من خلال عدد الأسهم المتداولة أو عدد العقود المنفذة، وكان ذلك نتيجة الجهود التي قامت بها الحكومة والتي تمثلت بالدعم الحكومي لقطاعات الإنتاج المحلي، وتشجيع الصادرات عن طريق الحوافز الضريبية، وزيادة الرسوم الجمركية على السلع المستوردة، وتشجيع تدفق الاستثمارات من الخارج. غير أن هذا الإنتعاش لم يدم طويلا، حيث شهد عام 1988 تراجعا في حجم التداول بسبب انهيار قيمة الدينار الأردني، ومرور الاقتصاد الأردني بظروف مالية صعبة، حيث بلغ معدل التراجع (-16.2%)، الأمر الذي دعا بالحكومة الأردنية إلى اتخاذ اجراءات اقتصادية تمثلت في فرض الحماية الاقتصادية لبعض الصناعات، وإعطاء مرونة أكبر لسعر الصرف وتعويم أسعار الفائدة، ونتيجة هذه الإجراءات أظهر حجم التداول تحسنا عام 1989 بمعدل نمو بلغ 120.6% مقارنة بالعام السابق، ليعاود الانخفاض عام 1990 بسبب حرب الخليج الثانية وتفاقم أزمة المديونية الخارجية التي أدت إلى ضعف الإقبال

جدول رقم (8)
تطور حجم التداول الكلي الحقيقي للفترة (1978-2009)

السنة	حجم التداول الحقيقي* (مليون دينار أردني)	معدل التغير(%)
1978	24.32	-
1979	60.00	146.6
1980	141.39	135.6
1981	238.67	68.8
1982	378.43	58.5
1983	397.27	4.9
1984	160.32	-59.6
1985	175.14	9.2
1986	182.46	4.2
1987	389.94	113.7
1988	326.67	-16.2
1989	720.76	120.6
1990	454.20	-36.9
1991	472.44	4.0
1992	1331.75	181.8
1993	1407.86	5.7
1994	694.36	-50.6
1995	574.70	-17.2
1996	319.92	-44.3
1997	444.05	38.8
1998	562.87	26.7
1999	469.25	-16.6
2000	400.86	-14.5
2001	785.72	96.00
2002	1097.30	39.6
2003	2093.88	90.8
2004	4172.99	99.3
2005	17928.85	329.6
2006	14209.87	-20.7
2007	11793.79	-17.0
2008	17031.02	44.4
2009	8156.3	-52.1
متوسط النمو السنوي		40.31

ملحوظة: تم حساب قيم حجم التداول الحقيقي والنسب المئوية من قبل الباحثة بناءً على البيانات المنشورة على الموقع الإلكتروني لبورصة عمان.

*حجم التداول الحقيقي= (حجم التداول الإسمي\ الرقم القياسي لأسعار المستهلك)× 100، باعتبار سنة الأساس هي 2006، (100=2006).

على الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية، وذلك بسبب تخوف المتعاملين في الأوراق المالية من التدخل الحكومي في سياسات سوق عمان للأوراق المالية.

وخلال الفترة (1991–1993) شهد حجم التداول ارتفاعا كبيرا، حيث حقق أعلى نسبة نمو في عام 1992 وصلت إلى 181.8%، وكذلك أعلى حجم تداول في تاريخ السوق خلال الستة عشر عاما الأولى من عمره عام 1993 والذي بلغ 1407.86 مليون دينار، ويعزى ذلك الارتفاع إلى التزام الحكومة بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، وتبني سياسات نقدية تهدف للمحافظة على الاستقرار النقدي والتي أعادت الثقة للمتعاملين في السوق المالي، بالإضافة إلى زيادة حجم السيولة الناتجة عن عودة المغتربين الأردنيين العاملين في دول الخليج وتوجههم لإستثمار مدخراتهم في سوق الأوراق المالية. وما لبث حجم التداول أن تراجع خلال الفترة (1994–1996)، حيث كانت معدلات النمو سالبة خلال هذه الأعوام، والتي وصلت إلى (–50.6%)، (–17.2%)، (–44.3%) على التوالي، ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع لدى البنوك المرخصة من 7.33% عام 1994 إلى 8.85% عام 1996، وكذلك ارتفاع الوسط المرجح لأسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية الممنوحة على شكل قروض وسلف من 10.42 % عام 1994 إلى 11.6 % عام 1996، بالإضافة إلى زيادة نشاط إصدارات السوق الأولية التي رافقها إتاحة فرص استثمارية جديدة، والتي أدت إلى امتصاص جزء كبير من السيولة المتاحة للاستثمار في السوق الثانوية.

وفي عامي 1997 و1998 ارتفع حجم التداول نتيجة التحسن في أداء الاقتصاد الأردني وزيادة المدخرات المحلية، وانخفاض أسعار الفائدة على شهادات الإيداع، وإزالة القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية، إضافة للأسباب المذكورة سابقا فيما يخص تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم، ليعاود الانخفاض من جديد في عامي 1999، 2000 بسبب الظروف السياسية الصعبة التي عاشتها المنطقة والتي ساهمت في انخفاض بمعدل (–14.5%) عام 2000.

وعرف حجم التداول الكلي الحقيقي ارتفاعات متتالية كبيرة منذ عام 2001 ولغاية عام 2005، حيث وصلت نسبة النمو ما يقارب 329.6% عام 2005 وهي أعلى نسبة نمو في حجم التداول خلال فترة الدراسة، وقد ساعد على ذلك نمو الاقتصاد الأردني بشكل ملحوظ، والذي أدى إلى تحسن أداء الشركات المساهمة الأردنية ومتانة مراكزها المالية، بالإضافة إلى صدور القوانين والتشريعات الجديدة كصدور قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، والتطورات التي شهدها السوق فيما يخص تطبيق الأنظمة الإلكترونية والتي نتج عنها توفير المعلومات الضرورية والرقابة الفاعلة على عمليات التداول، والسرعة والعدالة، مما هيأ المناخ الملائم للاستثمار في السوق المالي.

أما التراجع في حجم التداول الذي حصل عامي 2006 و2007 فكان نتيجة للحركة التصحيحية التي حدثت في البورصة والتي أدت إلى انخفاض في حجم التداول لجميع القطاعات، وكذا ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع والتي ارتفعت من 3.52% عام 2005 إلى 5.56 عام 2007. وبالرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية فقد تمكنت البورصة عام 2008 من تحقيق نمو موجب في حجم التداول قدر بنسبة 44.4%، حيث ارتفع هذا الأخير من 11.79 مليار دينار عام 2007 إلى 17.03 مليار دينار عام 2008، بسبب زيادة عروض بيع الأسهم نتيجة للتخوف الكبير الذي سيطر على المستثمرين، ليعرف بعدها انخفاضا كبيرا وصل إلى 8.15 مليار دينار عام 2009 (تقارير هيئة الأوراق المالية 2006، 2007، 2008).

3. تطور معدل دوران الأسهم

يمثل معدل دوران الأسهم نسبة الأسهم المتداولة إلى إجمالي الأسهم المكتتب فيها، فهو يعكس درجة سيولة السوق، ويدل على تقدم نشاطه وزيادة حركته.

ويبين الجدول رقم (9) معدلات دوران الأسهم على المستوى الكلي في سوق عمان للأوراق المالية والتي تميزت بالتذبذب خلال فترة الدراسة، وبشكل عام فإن متوسط النمو السنوي لمعدل دوران الأسهم في السوق قدر بنسبة 20.46%. ويلاحظ أن السوق عرف نشاطا ملحوظا في عملية التداول للفترة (1978-1981)، حيث عرف معدل الدوران تزايدا من 2.91% عام 1978 إلى 19.99% عام 1981، وكانت

جدول رقم (9)

تطور معدل دوران الأسهم للفترة (1978-2009)

السنة	معدل دوران الأسهم (%)	معدل التغير (%)
1978	2.91	-
1979	5.52	89.7
1980	13.98	153.3
1981	19.99	43.0
1982	16.83	-15.8
1983	14.48	-14.0
1984	10.37	-28.4
1985	10.20	-1.6
1986	13.49	32.3
1987	26.6	97.2
1988	28.83	8.4
1989	49.55	71.9
1990	33.44	-32.5
1991	37.75	12.9
1992	86.23	128.4
1993	51.12	-40.7
1994	25.9	-49.3
1995	20.98	-19.0
1996	17.72	-15.5
1997	17.8	0.45
1998	18.57	4.3
1999	19.13	3.0
2000	11.6	-39.4
2001	20.32	75.2
2002	26.55	30.7
2003	49.10	84.9
2004	58.19	18.5
2005	94.07	61.7
2006	101.14	7.5
2007	91.2	-9.82
2008	91.54	0.37
2009	70.9	-22.5
متوسط النمو السنوي		20.46

المصدر: موقع بورصة عمان الإلكتروني، بيانات إحصائية سنوية. أما النسب المئوية لمعدل التغير فتم حسابها من قبل الباحثة.

أعلى نسبة ارتفاع في معدل الدوران عام 1980 بنسبة 153% مقارنة بالعام السابق، ويعزى ذلك الارتفاع إلى تحسن الأوضاع الاقتصادية، والإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية، فضلا عن التغير النوعي الذي حدث للسوق في تلك الفترة، الأمر الذي جعله مناخا ملائما لإستقطاب الأموال وتوظيفها ثم توجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني، مما سبب زيادة في كثافة التداول على المستوى الكلي للسوق (تقريري سوق عمان المالي 1980، 1981). وبعد الارتفاع الذي شهده معدل الدوران الكلي، عرف انخفاضا تدريجيا بداية من عام 1982 ولغاية عام 1985، فبسبب التراجع الحاد في معدل دوران أسهم قطاعي التأمين والصناعة عام 1982، انخفض معدل الدوران الكلي إلى 16.83% عام 1982 بعد أن بلغ 19.99% عام 1981 ليصل إلى 10.20% عام 1985.

ونتيجة للإصلاحات الاقتصادية والمالية والنقدية التي انتهجتها الحكومة الأردنية في النصف الثاني من الثمانينات كما سبق ذكره، فقد ارتفع معدل الدوران بشكل متواصل من 13.49% عام 1986 إلى 49.55% عام 1989، ليعرف بعدها انخفاضا بسبب أزمة الخليج الثانية عام 1990 والتي أدت إلى انخفاض في معدلات التداول لجميع القطاعات، وبالخصوص قطاع الصناعة، حيث وصل الانخفاض في معدل الدوران إلى 33.44% بمعدل انخفاض يعادل (-32.5%)، ولكن سرعان ما عاد هذا المعدل ليعرف تحسنا ملموسا في العامين اللاحقين ليسجل رقما قياسيا لجميع الأعوام التي سبقته، حيث ارتفع إلى أكثر من ضعفين ليصل إلى 86.23% عام 1992، نتيجة لحركة التداول الشديدة على جميع القطاعات، وكذلك لنفس الأسباب التي أدت إلى زيادة كل من أسعار الأسهم وأحجام التداول في هاذين العامين.

ويلاحظ أن نشاط سوق عمان للأوراق المالية عرف تراجعا خلال عام 1993، استمر لغاية عام 1996، حيث سجل معدل الدوران نسبة انخفاض حادة عام 1994 قدرت بنسبة (-49.3%) نتيجة لكبر حجم إصدارات الأسهم الجديدة في تلك الفترة، مما قلل من نشاط السوق، واستمر الانخفاض الكلي لمعدل الدوران إلى 51.12%، 25.90%، 20.98%، 17.72% للأعوام 1993، 1994، 1995، 1996 على التوالي. وأظهرت معدلات دوران الأسهم من جديد إرتفاعات بنسب متفاوتة خلال الفترة

(1997–2006) باستثناء عام 2000 الذي شهد فيه معدل الدوران انخفاضا وصل إلى 11.60% بعدما كان 19.13% عام 1999، ويعود ذلك للتطورات النوعية والسريعة التي شهدتها البورصة خلال تلك الفترة، حيث وصل معدل الدوران إلى أعلى رقم قياسي له خلال فترة الدراسة إلى 101.14% عام 2006، غير أن معدل النمو فيه انخفض إلى 7.5% بعدما كان 61.7% عام 2005 وذلك بسبب الحركة التصحيحية التي عرفتها البورصة. وبعد الارتفاع المضطرد في معدل دوران الأسهم، شهدت الأعوام 2007، 2008، 2009 انخفاضا ملحوظا فيه بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي أدت إلى تراجع ثقة المستثمرين في سوق عمان للأوراق المالية.

من كل ماسبق، يتبين أن نشاط سوق عمان للأوراق المالية المتمثل بالمؤشرات الثلاثة المستخدمة في الدراسة كان عرضة للتغير، حيث عرف تغيرات متباينة تراوحت بين الانخفاض والارتفاع، وهذا التغير لا يعزى للظروف السياسية فحسب، بل يتعدى إلى الظروف والإصلاحات الاقتصادية التي عرفتها الأردن والتي مست الجانب النقدي والمالي، ومن ثم انعكست على نشاط السوق.

الفصل الرابع

الجانب التطبيقي للدراسة ومناقشة النتائج والتوصيات

من أجل تقدير أثر السياسة النقدية على نشاط سوق عمان للأوراق المالية والذي تم قياسه بمتغيرات رئيسة تعكس ذلك النشاط والمتمثلة في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم، قامت الباحثة باستخدام أسلوب متجه الانحدار الذاتي (Vector Autoregression) (VAR) اعتمادا على اختبارات محددة ستوضح لاحقا، وذلك ببناء ثلاث نماذج قياسية، حيث يتشكل النموذج في كل حالة من أحد متغيرات سوق عمان للأوراق المالية كمتغير تابع، ومتغيرات السياسة النقدية المستهدفة والمراد بيان أثرها على ذلك المتغير كمتغيرات مستقلة، ويأخذ كل نموذج الشكل الدالي التالي:

$$A_{it} = F\ (LM_2,\ LDD,\ LCC,\ LINF,\ LWORK)$$

حيث أن:

A_{it}: تمثل مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية في كل حالة (الرقم القياسي لأسعار الأسهم (LSPI) ، وحجم التداول (LTV)، ومعدل دوران الأسهم (LTR)).

LM_2 : عرض النقد بالمفهوم الواسع.

LDD: سعر الفائدة على الودائع لأجل.

LCC: سعر الفائدة على التسهيلات الإئتمانية في شكل قروض وسلف.

LINF: معدل التضخم.

LWORK: تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج.

ملاحظة: الحرف (L) الذي يسبق كل متغير يعني لوغاريتم المتغير، وهو اختصارا للرمز(Log)، وقد أجري هذا التحويل لغرض تصحيح اللاتجانس الممكن تواجده في المتغيرات، ومن أجل استبعاد تأثير الاتجاه العام من التقلبات الدورية للمتغيرات.

1.4 وصف متغيرات النموذج ومصادر البيانات

تغطي هذه الدراسة الفترة الزمنية الممتدة من عام 1978 إلى عام 2009، وتستخدم بيانات سنوية بعدد 32 مشاهدة لكل متغير من متغيرات الدراسة، وتم الحصول على البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة من نشرات البنك المركزي الأردني، والتقارير السنوية لبورصة عمان، واشتملت متغيرات الدراسة على:

1. الرقم القياسي لأسعار الأسهم (Stock Prices Index) (LSPI) : يعتبر من أهم المؤشرات الدالة على نشاط سوق الأوراق المالية، وتم استخدام الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية وذلك لرصد التطورات في مستوى أسعار الأسهم التي يشهدها سوق عمان للأوراق المالية ومعرفة الاتجاه العام لها، حيث يعكس هذا المؤشر معدل أسعار مجموعة من الأسهم المصدرة للشركات المدرجة في السوق (100 شركة**)**. وهذا المؤشر يمثل مستوى مرجعي للمستثمر ومن ثم يعتبر من المؤشرات الهامة التي يسترشد بها المستثمرون من أجل توقيت استثماراتهم، ويتوقع أن يتأثر إيجابيا بالسياسة النقدية التوسعية.

2. حجم التداول (Trading Volume**)** (LTV): يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في سوق عمان للأوراق المالية، ويكمن السبب في استخدام حجم التداول كمتغير في الدراسة، باعتباره مؤشرا هاما يعكس حجم السيولة في سوق الأوراق المالية، فهو يعبر عن نشاط السوق ومن ثم يأخذه المستثمر بعين الاعتبار عند اتخاذ قراره الاستثماري، ويتم استخدام بيانات حجم التداول بالأسعار الثابتة، ويتوقع أن يتأثر إيجابيا بالسياسة النقدية التوسعية.

3. **معدل دوران الأسهم (**Share Turnover Ratio**)** (LTR)**:** يمثل نسبة الأسهم المتداولة إلى إجمالي الأسهم المكتتب فيها، ويعتبر من أهم المؤشرات التي تعكس سيولة سوق الأوراق المالية ومن ثم نشاطه، ويقيس معدل دوران الأسهم حجم المعاملات في الأسهم بالنسبة لحجم السوق، ويتوقع أن يتأثر إيجابيا بالسياسة النقدية التوسعية.

4. عرض النقد بالمفهوم الواسع (Broad Money Supply**)** (LM_2)**:** يمثل متغير السياسة النقدية، ويعرف على أنه العملة المتداولة في الاقتصاد مضافا إليها الودائع

البنكية القابلة للسحب في أي لحظة (الودائع تحت الطلب)، وكذا الودائع الإدخارية وحسابات التوفير. ويتم استخدام بيانات عرض النقد بالأسعار الثابتة، وتتوقع النظرية الاقتصادية أن يؤثر إيجابيا على مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية.

5. سعر الفائدة على الودائع لأجل لدى البنوك المرخصة (LDD): تعتبر الودائع من العناصر المكونة للمحفظة الاستثمارية، ومن ثم تعتبر بديلا استثماريا قليل المخاطرة مقارنة بالأسهم، وكون أن سعر الفائدة على الودائع من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تؤثر على القرار الاستثماري، وكيفية استخدام الأموال في مجالات الإدخار والاستثمار، فإنه يتوقع أن زيادة سعر الفائدة على الودائع لأجل سيؤثر سلبيا على مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية، ويتم استخدام الوسط المرجح لأسعار الفائدة على الودائع لأجل لدى البنوك المرخصة لتوفر بيانات عنه.

6. سعر الفائدة على التسهيلات الإئتمانية في شكل قروض وسلف (LCC): يمثل تكلفة اقتراض النقود، ويعتبر من أهم العوامل التي تؤثر في الهيكل المالي للشركة ومن ثم تؤثر على حجم أرباحها، وقد تم استخدام الوسط المرجح لأسعار الفائدة على القروض لدى البنوك المرخصة لتوفر بيانات عنه، وتتوقع النظرية الاقتصادية أن يؤثر سلبيا على نشاط سوق عمان للأوراق المالية من خلال تأثيره السلبي على ربحية الشركات.

7. تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج (Workers' Remittances) (Lwork):
تعرف بأنها ذلك الجزء من دخول العاملين من أبناء الوطن في الخارج غير المنفق على الاستهلاك، والمحول إلى موطنهم الأصلي، ويعتبر الأردن من الدول المصدرة للأيدي العاملة، فهناك عشرات الآلاف من الأيدي العاملة الأردنية التي تعمل خارج الوطن خاصة في دول الخليج العربي، وتحتل تحويلات العاملين مركزا هاما في الاقتصاد الأردني، ولكنها تتصف بالتقلبات وفقا للأوضاع السياسية والأزمات التي تعاني منها المنطقة. وتم استخدام بيانات تحويلات العاملين في الخارج بالأسعار الثابتة كأحد المتغيرات الاقتصادية التي قد يكون لها تأثير على سوق عمان للأوراق المالية، فمن المتوقع أن زيادة تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج تؤدي إلى زيادة نشاط سوق عمان للأوراق المالية، حيث أن جزءً من هذه التحويلات قد يذهب مباشرة

إلى الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها، أو قد تذهب إلى مجالات الاستثمار الأخرى مما يؤدي إلى تنشيط الاقتصاد وزيادة أرباح الشركات، فيزداد الطلب على الأسهم وترتفع أسعارها.

8. معدل التضخم (LINF) (Inflation Rate**)**: يمثل هذا المؤشر الارتفاع في المستوى العام للأسعار، وتم حسابه من بيانات الرقم القياسي لأسعار المستهلك (باعتبار سنة الأساس هي 2006)، وذلك بتطبيق الصيغة التالية: [$INF = (p_t - p_{t-1})/(p_{t-1})] \times 100$]]، ويتوقع أن يؤثر سلبيا على نشاط سوق عمان للأوراق المالية.

2.4 نموذج الدراسة

يعتبر أسلوب متجه الانحدار الذاتي من الأساليب الحديثة التي تتم فيها دراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية، حيث يتم في هذا الأسلوب التعبير عن كل متغير من متغيرات النموذج كدالة خطية بقيم المتغير نفسه في الفترات السابقة، وكذلك بقيم المتغيرات الأخرى الداخلة في النموذج في الفترات السابقة، ويمثل هذا النموذج صيغة مختزلة لنموذج هيكلي يوضح العلاقات والتفاعلات بين المتغيرات عبر الزمن، وعليه سيتم ربط المتغيرات في هذا النموذج من خلال صيغة (VAR) المختزلة التالية: (Johnson and Dinardo , 1997)

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots + A_n Y_{t-n} + E_t$$

حيث : $Y_t = [LM_2 \ \ LDD \ \ LCC \ \ LINF \ \ LWORK \ \ LSPI \ \ LTV \ LTR \ ]^{/}$

A_i: مصفوفة المعاملات المراد تقديرها، تكون من الدرجة k×k، حيث يمثل k عدد متغيرات النموذج.

Y_t: مصفوفة المتغيرات الداخلة في النظام.

E_t: مصفوفة الأخطاء العشوائية، حيث $E_t = [\ e_{1t} \ \ e_{2t} \ \ e_{3t} \ \ e_{4t} \ \ e_{5t} \ \ e_{6t}]^{/}$

مع افتراض أن: القيمة المتوقعة لكل خطأ عشوائي تساوي صفر أي: $E(e_t) = 0$ وأنه لا يوجد ترابط متسلسل بين الأخطاء، أي: $E(e_t\, e_s) = 0$

t: الزمن.

n: عدد فترات التباطؤ الزمني.

وعليه يمكن كتابة صيغة كل نموذج من نماذج الدراسة كما يلي:

1) **النموذج الأول:** يكون فيه الرقم القياسي لأسعار الأسهم هو المؤشر الدال على نشاط سوق الأوراق المالية:

$$LSPI=\alpha_1+\sum_{i=1}^{n} b_{1i}\, LSPI_{t-i} + \sum_{i=1}^{n} b_{2i}\, LM_{2t-i} + \sum_{i=1}^{n} b_{3i}\, LDD_{t-i} +$$

i=1nb4𝑖LCCt−i+i=1nb5𝑖LINFt−i+i=1nb6𝑖LWORKt−i+e1t

2) **النموذج الثاني:** يكون فيه حجم التداول هو المؤشر الدال على نشاط سوق الأوراق المالية:

$$LTV=\alpha_2+\sum_{i=1}^{n} \partial_{1i}\, LTV_{t-i} + \sum_{i=1}^{n} \partial_{2i}\, LM_{2t-i} + \sum_{i=1}^{n} \partial_{3i}\, LDD_{t-i} +$$

i=1n∂4𝑖LCCt−i+i=1n∂5𝑖LINFt−i+i=1n∂6𝑖LWORKt−i+e2t

3) **النموذج الثالث:** يكون فيه معدل دوران الأسهم هو المؤشر الدال على نشاط سوق الأوراق المالية:

$$LTR=\alpha_3+\sum_{i=1}^{n} k_{1i}\, LTR_{t-i} + \sum_{i=1}^{n} k_{2i}\, LM_{2t-i} + \sum_{i=1}^{n} k_{3i}\, LDD_{t-i} +$$

i=1nk4𝑖LCCt−i+i=1nk5𝑖LINFt−i+i=1nk6𝑖LWORKt−i+e3t

حيث:

α_3، α_2، α_1 : تمثل ثوابت.

n: عدد فترات التباطؤ الزمني.

e_{1t}، e_{2t}، e_{3t}: تمثل الأخطاء العشوائية.

يفيد نموذج متجه الانحدار الذاتي في التعرف على العلاقة التفاعلية بين المتغيرات الداخلة في النموذج، كما يفيد في التعرف على الأهمية الاقتصادية للمتغير وتأثيره على المتغيرات الأخرى في النظام وذلك من خلال تحليل مكونات التباين، كما يتيح الفرصة أيضا للتعرف على السلوك الديناميكي لكل متغير والناتج عن حدوث صدمة عشوائية بمقدار انحراف معياري واحد للمتغير أو المتغيرات الأخرى، وكيفية انتقال تأثير الصدمة التي يتعرض لها أي متغير داخل النظام إلى المتغيرات الأخرى من خلالدوال الاستجابة، ومن خصائص هذا النظام أنه لا يميز بين المتغيرات الداخلية (Endogenous) والمتغيرات الخارجية (Exogenous)، حيث يتم التعامل مع جميع المتغيرات على أنها متغيرات داخلية في النموذج، وهو ما يتناسب مع النظرية الاقتصادية. كما يمتاز نموذج متجه الانحدار الذاتي عن غيره من النماذج بأنه يتطلب أقل ما يمكن من المتطلبات على هيكل النموذج عند اختيار المتغيرات، هذا بالإضافة

إلى أن بعض المشاكل القياسية لا تعد مشكلة حقيقية في هذا النموذج (مثلا مشكلة الترابط المتسلسل بين المتغيرات المستقلة)، وذلك لأن أدوات التحليل لا تتعامل نهائيا مع المعلمات المقدرة التي ليس لها أي معنى (Gujarati,1995). وسيتم في هذه الدراسة الاعتماد على الرزمة الإحصائية (E-Views) لإجراء التحليل القياسي.

3.4 التحليل القياسي

1.3.4 اختبار سكون (استقرار) السلاسل الزمنية (Stationary Test) أو اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test).

يعتبر السكون (الاستقرار) شرطا أساسيا في دراسة وتحليل السلاسل الزمنية، وذلك للحصول على نتائج سليمة ومنطقية، ولما كان من المعروف أن معظم متغيرات الاقتصاد الكلي تعاني من مشكلة عدم الاستقرار (الوسط الحسابي والتباين غير ثابتين عبر الزمن)، فإن اللجوء إلى استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) سيقود بالضرورة إلى نتائج منحازة ومضللة، حيث من الممكن أن نحصل على قيم ذات دلالة إحصائية لاختبارات (t) و(F) و(R^2) ولكنها لا تعطي تفسيرا اقتصاديا ذا أهمية وهو ما يعرف بالانحدار الزائف (Spurious Regression)، وذلك بسبب عدم ثبات التباين، أو وجود صفة الموسمية، أو وجود عامل الاتجاه (Trend) عبر الزمن (تغير منتظم في مستوى السلسلة الزمنية في اتجاه محدد) والذي يعكس ظروفا معينة تؤثر على جميع المتغيرات إما بنفس الاتجاه أو بعكسه (عطية، 1998).

ويطلق لفظ السكون (الاستقرار) في المفهوم الإحصائي على السلسة الزمنية التي تمتاز بسكون وثبات تباينها ومتوسطها الحسابي عبر الزمن، ويعني ذلك أن السلسة الزمنية تتجه إلى التذبذب حول متوسطها الحسابي، أي أنها تسعى إلى العودة إلى هذا المتوسط خلال فترة زمنية قصيرة، وتعتبر السلسة الزمنية (Y_t) مستقرة إذا توفرت الخصائص التالية:

1- ثبات متوسط القيم عبر الزمن، بمعنى وجوب ثبات الوسط الحسابي للسلسلة الزمنية، أي: $E(Y_t)= \mu_y$

2- ثبات التباين للسلسلة الزمنية عبر الزمن، أي: $Var(Y_t)=E(Y_t-\mu_y)^2 = \partial^2_y$

3- أن يكون التباين المشترك للسلسلة الزمنية بين فترة زمنية وأخرى يعتمد على فرق الزمن، أي: $£_k= E ((Y_t -\mu_y) (Y_{t+k} -\mu_y))$

ومن أهم ملامح عدم استقرار السلسلة الزمنية هو تغير تباين السلسلة عبر الزمن، ووجود اتجاه عام في بيانات السلسلة، لذلك لا بد من وجود حلول مناسبة لمثل هذه المشاكل، ومن أهم التحويلات المستخدمة لتثبيت تباين السلسلة الزمنية هو الحصول على اللوغاريتم الطبيعي لبيانات السلسلة، وبالنسبة لإزالة الاتجاه العام في السلسلة الزمنية فيتم بعدة طرق أهمها طريقة الفروق والتي تنتهي إلى سلسلة زمنية مستقرة (عطية، 1998).

ويستخدم مفهوم الاستقرار للتعبير عن درجة تكامل السلسلة الزمنية وذلك بتقدير ما تحتويه من جذور وحدة، فإذا كانت السلسلة الزمنية تحتوي جذر وحدة واحد، فإن هذه السلسلة تعتبر متكاملة من الدرجة الأولى، ويرمز لها بالرمز I(1)، وتتراوح درجة تكامل السلاسل الزمنية بين الصفر(0) و(n)، وعادة في السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية فإن الرقم (n) لا يتجاوز اثنين، مما يعني أن السلسلة الزمنية تحتوي جذري وحدة على الأكثر. ولاختبار مدى استقرار السلسلة الزمنية مع مرور الزمن، ومن ثم معرفة درجة تكاملها، يتطلب الأمر إجراء اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) وذلك لتجنب الوقوع في مشكلة الانحدار الزائف، حيث أن السلسلة الزمنية المستقرة في مستواها تكون متكاملة من الدرجة صفر وعندئذ يرمز لها بالرمز I(0) ، وإذا كانت غير مستقرة فإن ذلك يتطلب أخذ الفرق الأول حتى تصبح مستقرة، وفي هذه الحالة تصبح درجة تكاملها تساوي الواحد، ويرمز لها بالرمز I(1)، فإن لم تستقر فيتم أخذ الفرق الثاني وبالتالي تكون السلسلة متكاملة من الدرجة الثانية ويرمز لها بالرمز I(2) (Charemza and Deadman,1992).

ويوجد العديد من الطرق التي تستخدم في اختبار استقرار السلاسل الزمنية، أهمها: اختبار ديكي- فولر البسيط، وديكي- فولر الموسع، واختبار فيليبس بيرون، وسيتم الاكتفاء في هذه الدراسة بإجراء اختبار ديكي- فولر الموسع.

أ. اختبار ديكي– فولر الموسع (ADF) (Augmented Dickey Fuller) :

من أجل تحديد ما إذا كانت السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة مستقرة أم لا، يتم إجراء اختبار ديكي- فولر الموسع.

في هذا الاختبار يتم مقارنة قيمة ديكي- فولر المحسوبة بالقيمة الجدولية المقابلة لها، وبالتالي تحديد استقرارية المتغيرات من عدمها خلال فترة الدراسة، وتعتبر السلسلة الزمنية (Y_t) مستقرة إذا كانت قيمة ديكي- فولر المحسوبة (بالقيمة المطلقة) أكبر من قيمة ديكي- فولر الجدولية (بالقيمة المطلقة) والمستخرجة من جدول ماكينون (Mackinnon)، وعندها يتم رفض الفرضية الصفرية القائلة بعدم استقرار السلسلة الزمنية ($H_0 : B=0$)، وقبول الفرضية البديلة ($H_1 : B\neq 0$) والتي تشير إلى استقرار السلسلة الزمنية في المستوى، أما إذا كان العكس من ذلك فتكون السلسلة الزمنية غير مستقرة. ولما كان من أهم عيوب اختبار ديكي فولر البسيط هو عدم اهتمامه وأخذه بعين الاعتبار لوجود مشكلة الارتباط الذاتي في حد الخطأ العشوائي، الأمر الذي يستلزم استخدام اختبار ديكي- فولر الموسع وذلك لتفادي سلبية ديكي- فولر السابقة، فإذا كان الحد العشوائي يعاني من هذه المشكلة فإنه يمكن استخدام ديكي فولر الموسع الذي يعد أكفأ اختبارات جذر الوحدة، وذلك في محاولة لتصحيح مشكلة الارتباط الذاتي في البواقي عن طريق تضمين دالة الاختبار عددا معينا من فروقات المتغير التابع المتباطئ، وذلك بتقدير معادلة الانحدار التالية:

$$\Delta Y_t = \alpha + BY_{t-1} + \sum_{j=1}^{k} B_j \Delta Y_{t-j} + e_t$$

حيث:

Δ: معامل الفرق.

Y_t: تمثل السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة في السنة t والمراد اختبارها.

K: عدد فترات التباطؤ الزمني الكافية لإلغاء الارتباط في حد الخطأ العشوائي.

e_t: حد الخطأ العشوائي، حيث: $e_t \sim (0, \sigma^2)$

ويتم اختيار الفجوة الزمنية K أي عدد الفجوات المتباطئة للمتغير في اختبار (ADF) لتحقيق غرضين هما: محاولة التوفير ما أمكن في درجات الحرية، وكذلك معالجة مشكلة الارتباط الذاتي في البواقي. ويمكن إجراء هذا الاختبار بعدة صيغ، إما

بوجود المقطع فقط، أو بإضافة المقطع وحد الاتجاه العام، أو بدون المقطع وحد الاتجاه العام (Dickey and Fuller, 1981).

أ.1 اختبار ديكي- فولر الموسع باستخدام المقطع (Intercept)**:**

يبين الجدول رقم (10) نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) باستخدام المقطع.

جدول رقم (10)

نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع باستخدام المقطع

المتغير	المستوى				الفرق الأول			
	القيمة المحسوبة	*عدد lag	القيمة الحرجة	النتيجة	القيمة المحسوبة	*عدد lag	القيمة الحرجة	النتيجة
LSPI	-0.95	0	-2.95	غ. م	-5	0	-2.96	مستقرة
LTV	-1.32	1	-2.96	غ. م	-4.63	0	-2.96	مستقرة
LTR	-2.28	1	-2.96	غ. م	-4.28	0	-2.96	مستقرة
LM_2	0. 08	2	-2.96	غ. م	-4.20	1	-2.96	مستقرة
LDD	-1.32	2	-2.96	غ. م	-3.56	1	-2.96	مستقرة
LCC	-2.25	1	-2.96	غ. م	-3.34	1	-2.96	مستقرة
LINF	-3.36	1	-2.96	مستقرة	-	-	-	-
LWORK	-1.50	1	-2.96	غ. م	-4.91	0	-2.96	مستقرة

القيمة المحسوبة تعني قيمة ديكي- فولر المحسوبة عند مستوى معنوية 5%.

(غ. م) تعني غير مستقرة عند مستوى معنوية 5%.

* تعني عدد فترات التباطؤ الزمني، حيث يتم اختيار أدنى تباطؤ زمني لا يوجد عنده مشكلة الارتباط الذاتي.

وتشير هذه النتائج إلى قبول الفرضية العدمية القائلة باحتواء كل متغير على جذر الوحدة (Unit Root) عند مستوى معنوية 5% (باستثناء معدل التضخم) وذلك في حالة إجراء هذا الاختبار على مستويات المتغيرات، حيث يلاحظ أن قيم ديكي- فولر المحسوبة بالقيمة المطلقة للسلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة أقل من قيمة ديكي- فولر الحرجة بالقيمة المطلقة عند مستوى معنوية 5%، ويدل ذلك على عدم سكون السلاسل الزمنية في مستوياتها ماعدا متغير معدل التضخم، حيث تشير النتائج إلى معنوية المتغير إحصائيا في مستوى السلسلة الأصلية، ويتبين ذلك من خلال قيمة

ديكي- فولر المحسوبة والتي تكون أكبر من قيمة ديكي- فولر الحرجة، مما يعني أن السلسلة الزمنية لمعدل التضخم ساكنة في مستواها، وبالتالي فهي متكاملة من الدرجة صفر I(0). وبعد أخذ الفروق الأولى للمتغيرات الأخرى، دلت النتائج على رفض فرضية العدم القائلة بوجود جذر الوحدة، حيث أن قيمة ديكي- فولر المحسوبة أكبر من قيمة ديكي- فولر الحرجة عند مستوى معنوية 5%، مما يدل على استقرار السلاسل الزمنية لباقي المتغيرات عند عمل الفروق الأولى، وعليه يمكن القول أن السلاسل الزمنية لباقي المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى I(1).

أ.2 اختبار ديكي– فولر الموسع باستخدام المقطع وحد الاتجاه العام:

يبين الجدول رقم (11) أعلاه نتائج اختبار ديكي– فولر الموسع باستخدام المقطع (Intercept) وحد الاتجاه العام (Trend). وهذه النتائج تطابقت مع نتائج اختبار ديكي– فولر الموسع باستخدام المقطع فقط فيما يخص جميع المتغيرات، حيث استقرت السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات عند عمل الفروق الأولى، باستثناء السلسلة الزمنية لمتغير معدل التضخم والتي استقرت عند المستوى.

جدول رقم (11)

نتائج اختبار ديكي– فولر الموسع باستخدام المقطع وحد الاتجاه العام

المتغير	المستوى				الفرق الأول			
	القيمة المحسوبة	*عدد lag	القيمة الحرجة	النتيجة	القيمة المحسوبة	*عدد lag	القيمة الحرجة	النتيجة
LSPI	-2.03	1	-3.56	غ. م	-4.94	0	-3.56	مستقرة
LTV	-2.35	1	-3.56	غ. م	-4.55	0	-3.56	مستقرة
LTR	-2.77	1	-3.56	غ. م	-4.24	0	-3.56	مستقرة
LM_2	-1.33	2	-3.57	غ. م	-4.29	1	-3.57	مستقرة
LDD	-2.54	2	-3.57	غ. م	-3.66	1	-3.57	مستقرة
LCC	-2.09	1	-3.56	غ. م	**-3.22	1	-3.57	مستقرة
LINF	-3.58	2	-3.57	مستقرة	-	-	-	-
LWORK	-2.13	1	-3.56	غ. م	-4.82	0	-3.56	مستقرة

القيمة المحسوبة تعني قيمة ديكي- فولر المحسوبة عند مستوى معنوية 5%.

(غ. م) تعني غير مستقرة عند مستوى معنوية 5%.

* تعني عدد فترات التباطؤ الزمني، حيث يتم اختيار أدنى تباطؤ زمني لا يوجد عنده مشكلة الارتباط الذاتي.

** تعني مستقرة عند مستوى معنوية 10%.

أ.3 اختبار ديكي- فولر الموسع بدون المقطع وحد الاتجاه العام:

يبين الجدول رقم (12) نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع بدون استخدام المقطع وحد الاتجاه العام (None)، وتشير النتائج إلى استقرار السلاسل الزمنية لكل من متغير معدل التضخم، ومتغير عرض النقد، ومتغير معدل دوران الأسهم عند المستوى، بينما استقرت السلاسل الزمنية لباقي المتغيرات الأخرى محل الدراسة بعد عمل الفروق الأولى.

جدول رقم (12)

نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع بدون المقطع وحد الاتجاه العام

المتغير	المستوى				الفرق الأول			
	القيمة المحسوبة	*عدد lag	القيمة الحرجة	النتيجة	القيمة المحسوبة	*عدد lag	القيمة الحرجة	النتيجة
LSPI	1.59	0	-1.95	غ. م	-4.74	0	-1.95	مستقرة
LTV	0.89	1	-1.95	غ. م	-4.45	0	-1.95	مستقرة
LTR	-2.57	0	-1.95	مستقرة	-	-	-	-
LM_2	3.23	2	-1.95	مستقرة	-	-	-	-
LDD	0.27	2	-1.95	غ. م	-3.61	1	-1.95	مستقرة
LCC	-0.08	2	-1.95	غ. م	-3.41	1	-1.95	مستقرة
LINF	-2.36	1	-1.95	مستقرة	-	-	-	-
Lwork	0.98	0	-1.95	غ. م	-4.82	0	-1.95	مستقرة

القيمة المحسوبة تعني قيمة ديكي فولر المحسوبة عند مستوى معنوية 5%.

(غ. م) تعني غير مستقرة عند مستوى معنوية 5%.

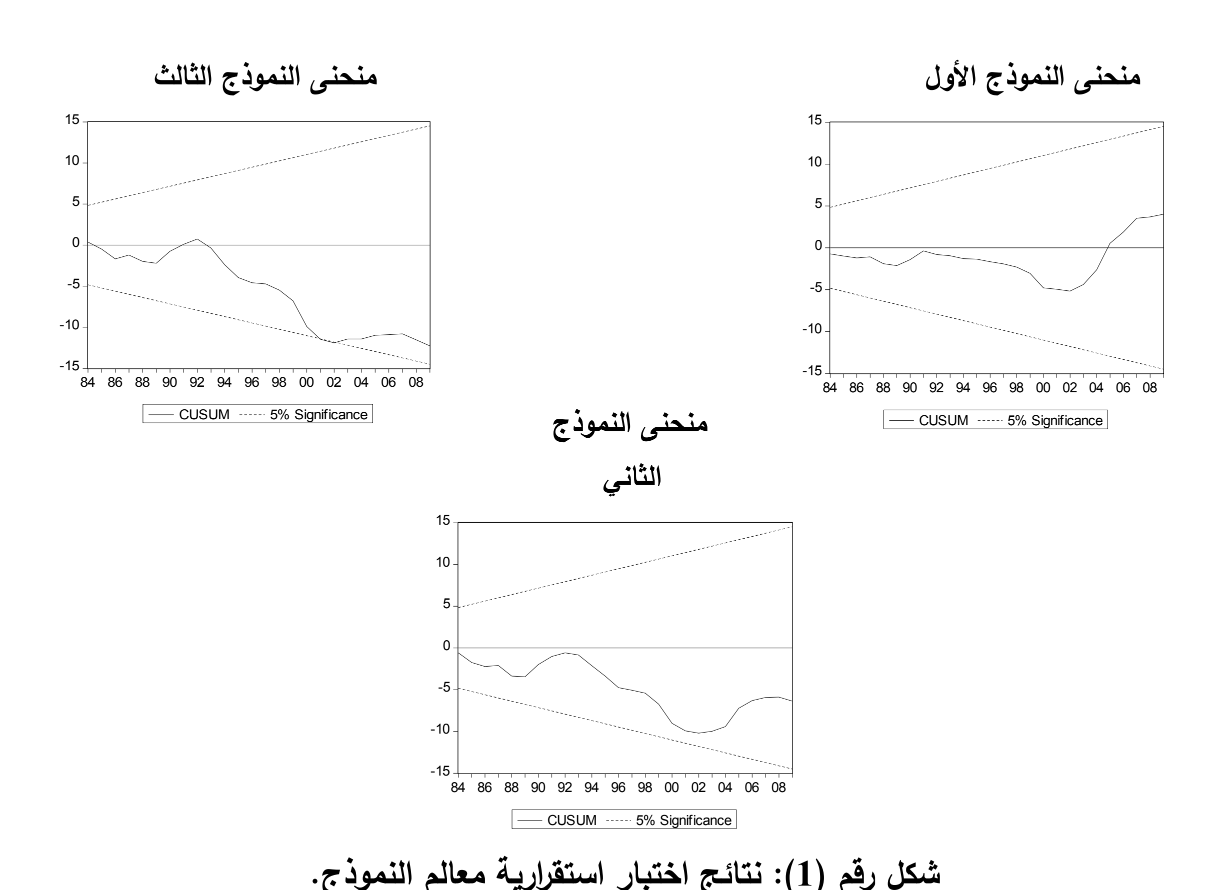
* تعني عدد فترات التباطؤ الزمني، حيث يتم اختيار أدنى تباطؤ زمني لا يوجد عنده مشكلة الارتباط الذاتي.

ملاحظة: يتم الاعتماد في دراستنا على نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع باستخدام المقطع (Intercept) فقط.

2.3.4 اختبار استقرارية معالم النموذج (Stability tests)

من الضروري التأكد من عدم وجود تغير هيكلي(Structural change) في بيانات النموذج، وذلك بالاعتماد على إجراء اختبار الاستقرارية، بحيث يقصد بالاستقرارية هنا

عدم وجود قفزات مفاجئة في البيانات مع مرور الزمن، وفي هذا المجال يتم الاستعانة باختبار(CUSUM TEST) (cumulative sum test) المقترح من طرف كل من (Brown, Durbin and Evans) عام 1975 ، والذي نتائجه موضحة في الشكل رقم .(1)



شكل رقم (1): نتائج اختبار استقرارية معالم النموذج.

من خلال الأشكال الثلاثة، يتضح أن منحنى البواقي الممثل لكل نموذج يقع ضمن مجال فترة الثقة (خطي الإنحراف المعياري)، مما يثبت صحة وجود استقرارية بيانات النماذج الثلاثة عند مستوى معنوية 5%، وهذا يعني أن دالة كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم، ودالة حجم التداول، ودالة معدل دوران الأسهم تتسم بالاستقرار الهيكلي خلال فترة الدراسة، وبالتالي سيتم إجراء الاختبارات القادمة لكامل الفترة (1978-2009) كفترة موحدة دون الحاجة إلى تقسيم فترة الدراسة إلى فترات جزئية.

3.3.4 تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (Selection the Lag Length)

لاختيار عدد فترات التباطؤ الزمني، فإنه يمكن الاستفادة من اختباري أكايك (Akaike) وشوارتز (Schwartz)، وذلك من خلال اختيار عدد فترات التباطؤ الزمني المناسبة التي تعطي أقل قيمة لهذين المعيارين، ولقد تم الاستعانة ببرنامج (E-7 views) من أجل اختيار ذلك، وعند إجراء هذين الاختبارين على البيانات السنوية للمتغيرات مجتمعة، تم الحصول على النتائج المبينة في الجدول رقم (13).

جدول رقم (13)

تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني

	النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث	
عدد فترات التباطؤ	**قيمة AIC**	**قيمة SC**	**قيمة AIC**	**قيمة SC**	**قيمة AIC**	**قيمة SC**
0	-2.73	-2.45	-1.50	-1.22	-2.31	-2.03
1	-12.82	*-10.84	-10.54	*-8.56	-11.11	*-9.13
2	-14.11	-10.43	-11.60	-7.92	-12.23	-8.55
3	*-15.27	-9.89	*-12.84	-7.46	*-13.43	-8.05

* تعني العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني.

AIC: تعني قيمة أكايك (Akaike).

SC: تعني قيمة شوارتز (Schwartz).

من خلال الجدول أعلاه، يتضح أن أقل قيمة للأكايك (Akaike) كانت عند عدد فترات تباطؤ زمني يساوي (3)، أما أقل قيمة لشوارتز(Schwartz) فكانت عند عدد فترات تباطؤ زمني يساوي (1) وذلك بالنسبة للنماذج الثلاثة، وبما أن العدد(3) كبير نسبيا لبيانات سنوية، فإن برنامج (E-Views) لم يقبل هذا العدد عند القيام باختبار دالةالاستجابة الفورية وتحليل التباين، لذلك سوف يتم تجاهل هذا العدد، وعليه بناءً على معيار شوارتز(Schwartz) سيتم القيام باختيار عدد فترات التباطؤ الزمني والمساوية (1)، واستخدام هذا العدد يعطي أكبر دلالة ومعنوية للنتائج، ولا يفقدنا بيانات أكثر.

4.3.4 اختبار جرينجر للسببية (Granger Causality Test)

تعرف السببية في حالة متغيرين (X) و(Y) على أن المتغير (X) يسبب المتغير (Y) إذا كان التباطؤ الزمني للمتغير (X) يملك قدرة (طاقة) تنبؤية إضافية على المتغير (Y) عند إضافة فترات التباطؤ الزمني للمتغير (X) إلى فترات التباطؤ الزمني لقيم (Y) نفسها. ويتم تحديد اتجاه السببية باستخدام طريقتين، الأولى باستخدام جرانجر العادي، ويشترط في هذه الحالة أن تكون السلاسل الزمنية للمتغيرات مستقرة عند درجات مختلفة، أما الطريقة الثانية فتتم من خلال نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) ويشترط لاستخدامها أن تكون السلاسل الزمنية للمتغيرات مستقرة عند نفس الدرجة (ما عدا (I(0)) (Anjum and Sabihuddin, 2001). وبما أن اختبار جذر الوحدة بين أن السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة ليست جميعها مستقرة عند نفس الدرجة، وبالتالي سيتم إجراء اختبار جرانجر العادي للسببية.

ويمكن من خلال هذا الاختبار تحديد اتجاه العلاقة السببية المباشرة فيما بين المتغيرات الداخلة في النموذج، حيث يمكن أن تكون العلاقة إما أحادية الاتجاه بمعنى أن المتغير (X) يسبب المتغير (Y)، أو المتغير (Y) يسبب المتغير (X)، أو تكون العلاقة تبادلية الاتجاه، أي أن كلا المتغيرين (X) و (Y) يسببان بعضهما، كما أنه من الممكن أن لا يكون هناك علاقة سببية بينهما. واختبار وجود السببية هو مؤشر لإمكانية التنبؤ بقيم المتغير الناتج باستخدام القيم الماضية للمتغير المسبب، ويقوم اختبار وجود السببية على عمليات بين متغيرين ثابتين يتم وفقا لطريقة جرانجر من خلال تقدير معادلة الانحدار المبينة أسفله، ثم إجراء الاختبار الذي تقوم فيه فرضية العدم (H_0) على عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين (Charemza and Deadman, 1992).

$$X_t = \sum_{i=1}^{n} \alpha_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^{n} B_j Y_{t-j} + e_{1t}$$

$$Y_t = \sum_{i=1}^{m} a_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^{m} b_j X_{t-j} + e_{2t}$$

ويعتمد اختبار السببية بشكل رئيس على اختبار (F)، فعند اختبار فيما إذا كان المتغير (X) يسبب المتغير (Y)، فإن الفرضية الصفرية هي أن (X) لا يسبب (Y)،

ورفض هذه الفرضية يعني أن (X) يسبب (Y). ويتم احتساب قيمة (F) المحسوبة عن طريق المعادلة التالية:

$$Fc = ((RSSr - RSSur) / q)) / (RSSur / (n-m))$$

حيث:

n : عدد المشاهدات.

q: عدد المعلمات التي تم تقييدها في الانحدار المقيد مقارنة مع الانحدار غير المقيد.

m: عدد المعلمات في الانحدار غير المقيد.

RSSur: مجموع مربعات البواقي في الانحدار غير المقيد.

RSSr: مجموع مربعات البواقي في الانحدار المقيد.

حيث يتم مقارنة قيمة (F) المحسوبة مع قيمة (F) الجدولية عند مستوى معنوية معين، فإذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من قيمة (F) الجدولية، فإنه يتم رفض الفرضية الصفرية، وهذا يعني أن (X) يسبب (Y)، وهذا بدوره يعني أن فترات التباطؤ الزمني للمتغير(X) لها قوة تنبؤية إضافية على المتغير (Y) عند إضافتها لفترات التباطؤ الزمني لقيم المتغير (Y) نفسها (Gujarati, 1995).

وفي دراستنا نتيجة توفر قيم الاحتمالية (p-value) سيتم قبول أو رفض وجود السببية بناءً على هذه القيم دون اللجوء للمقارنة بين (F) المحسوبة و(F) الجدولية.

ويعتبر اختبار السببية حساس جدا لاختيار عدد فترات التباطؤ الزمني، وبما أنه ليس هناك معيار ثابت ومحدد يحدد عدد فترات التباطؤ الزمني التي سوف تستخدم في هذا الاختبار، فإنه سوف يتم تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني التي تعطي أكبر دلالة ومعنوية للنتائج (Anjum and Sabihuddin, 2001)، ونعتبر (H_0) هي الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين.

وتجدر الملاحظة أن عدم وجود علاقة سببية لا تعني عدم إمكانية استخدام المتغيرات المستقلة ممثلة بمتغيرات السياسة النقدية وحوالات العاملين في التأثير على المتغيرات الاقتصادية وصولا إلى مؤشرات نشاط سوق عمان الأوراق المالية، بل إن هذه النتيجة تعني أن متغيرات السياسة النقدية في الأردن غير مستقلة تماما لا بالمعنى

الاقتصادي ولا بالمعنى الإحصائي للإستقلالية، لأن الاستقلالية التامة ليست موجودة في أي اقتصاد سواء كانت دولا نامية أو متقدمة.

أ.النموذج الأول: العلاقة السببية بين السياسة النقدية والرقم القياسي لأسعار الأسهم.

يتبين من خلال الجدول رقم (14) وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين عرض النقد والرقم القياسي لأسعار الأسهم؛ بمعنى أن عرض النقد يسبب الرقم القياسي لأسعار الأسهم، والرقم القياسي لأسعار الأسهم يسبب عرض النقد، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Wong et al., 2005) على سوق الأسهم في الولايات المتحدة والتي توصلت إلى مثل هذه العلاقة التبادلية، كما تتفق في جزء منها مع نتائج دراستا كل من (ملاوي، 2008)، و(البازعي، 1998)، ودراسات (Shaoping, 2008) و(Ratanapakorn, 2000) و(Wong et al., 2005) (حالة دولة سنغافورة) التي توصلت إلى وجود علاقة أحادية الاتجاه تتجه من عرض النقد إلى الرقم القياسي لأسعار الأسهم، بينما تتعارض هذا النتيجة مع دراسات (Bhattacharya and Mukerjee, 2003)، و(Gan et al., 2006) ودراسة علي وآخرون (Ali et al., 2010) التي لم تتوصل إلى مثل هذه العلاقة وذلك على كل من سوق بومباي المالي، وسوق الأسهم النيوزيلاندي وسوق كراشي على التوالي.

كما يتبين وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين سعر الفائدة على الودائع لأجل والرقم القياسي لأسعار الأسهم، بمعنى أن هذين المتغيرين يسببان بعضهما البعض، وهذه النتيجة تتوافق في جزء منها مع دراسة (Wong et al., 2005) التي توصلت إلى وجود علاقة أحادية الاتجاه من أسعار الأسهم إلى سعر الفائدة على الودائع في كل من الولايات المتحدة وسنغافورة، ودراسة (Gan et al., 2006) التي توصلت إلى وجود علاقة أحادية الاتجاه من سعر الفائدة على الودائع لأجل إلى أسعار الأسهم، لكنها تعارضت مع دراسة (Shaoping, 2008) التي لم تتوصل إلى وجود مثل هذه العلاقة في الأجل القصير، لكن سببية الأجل الطويل بينت أن أسعار الأسهم تسبب أسعار الفائدة على الإدخار.

وقد دلت نتائج اختبار السببية كذلك على وجود علاقة أحادية الاتجاه من سعر الفائدة على القروض إلى الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وهذه النتيجة تتعارض مع دراسة (Gan et al., 2006) التي لم تتوصل إلى وجود مثل هذه العلاقة. وبينت الدراسة كذلك وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من الرقم القياسي لأسعار الأسهم إلى معدل التضخم، وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Ali et al., 2010) ودراسة (الزعبي، 2004) في الأجل الطويل، وكذا دراسة (Bhattacharya and Mukerjee, 2003) التي توصلت إلى وجود علاقة تبادلية الاتجاه بين هذين المتغيرين، بينما وجدت دراستا (Deng, 2007) و(Ratanapakorn, 2000) علاقة أحادية الاتجاه من الرقم القياسي لأسعار المستهلك، ومعدل التضخم إلى أسعار الأسهم، بالمقابل لم تتوصل دراسة (Gan et al., 2006) إلى وجود علاقة سببية بين هذين المتغيرين.

جدول رقم (14)

نتائج اختبار السببية بين السياسة النقدية والرقم القياسي لأسعار الأسهم (LSPI)

المتغيرين	اتجاه السببية	عدد فترات التباطؤ	قيمة F	قيمة الاحتمالية	القرار
LSPI،LM2	LM_2 لا يسبب LSPI	4	2.46	0.09	نرفض (H_0)
	LSPI لا يسبب LM_2	4	2.50	0.07	نرفض (H_0)
LSPI،LDD	LDD لا يسبب LSPI	2	11.10	0.00	نرفض (H_0)
	LSPI لا يسبب LDD	2	6.10	0.00	نرفض (H_0)
LSPI،LCC	LCC لا يسبب LSPI	2	3.30	0.05	نرفض (H_0)
	LSP لا يسبب LCC	2	0.47	0.62	لا نرفض (H_0)
LSPI،LInf	LInf لا يسبب LSPI	4	1.40	0.27	لا نرفض (H_0)
	LSPI لا يسبب LInf	4	2.43	0.08	نرفض (H_0)
LSPI،Lwork	Lwork لا يسبب LSPI	2	0.29	0.74	لا نرفض (H_0)
	LSPI لا يسبب Lwork	2	1.83	0.18	لا نرفض (H_0)

كما يتبين عدم وجود علاقة سببية مباشرة بين تحويلات العاملين والرقم القياسي لأسعار الأسهم، غير أنه يمكن استنتاج وجود علاقة غير مباشرة بين تحويلات العاملين والرقم القياسي لأسعار الأسهم، حيث أن تحويلات العاملين تؤثر مباشرة على عرض النقد والذي بدوره يؤثر على الرقم القياسي لأسعار الأسهم.

ب. النموذج الثاني: العلاقة السببية بين السياسة النقدية وحجم التداول

لقد أظهرت نتائج الاختبار وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه، تتجه من عرض النقد، وسعر الفائدة على الودائع لأجل، وسعر الفائدة على القروض ومعدل التضخم، وتحويلات العاملين إلى حجم التداول، وهذه النتيجة تتفق مع ما تم التوصل إليه في دراسة (ملاوي، 2008) فيما يخص عرض النقد (M_2).

جدول رقم (15)

نتائج اختبار السببية بين السياسة النقدية وحجم التداول(LTV)

المتغيرات	اتجاه السببية	عدد فترات التباطؤ	قيمة F	قيمة الاحتمالية	القرار
LTV،LM_2	LM_2 لا يسبب LTV	2	2.73	0.08	نرفض(H_0)
	LTV لا يسبب LM_2	2	0.04	0.96	لا نرفض(H_0)
LTV،LDD	LDDلا يسبب LTV	2	10.23	0.00	نرفض(H_0)
	LTVلا يسبب LDD	2	1.31	0.28	لا نرفض(H_0)
LTV،LCC	LCCلا يسبب LTV	2	3.48	0.04	نرفض(H_0)
	LTV لا يسبب LCC	2	0.009	0.99	لا نرفض(H_0)
LTV،LInf	LInf لا يسبب LTV	5	2.64	0.06	نرفض(H_0)
	LTV لا يسبب LInf	5	0.79	0.58	لا نرفض(H_0)
LTV،Lwork	Lwork لا يسبب LTV	5	3.29	0.03	نرفض(H_0)
	LTV لا يسبب Lwork	5	0.39	1.11	لا نرفض(H_0)

ج. النموذج الثالث: العلاقة السببية بين السياسة النقدية ومعدل دوران الأسهم.

أظهرت نتائج الاختبار وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه، تتجه من عرض النقد، وسعر الفائدة على الودائع لأجل، وسعر الفائدة على القروض، ومن معدل التضخم وتحويلات العاملين إلى معدل دوران الأسهم، وهذه النتيجة تتعارض مع دراسة (ملاوي، 2008) التي لم تتوصل إلى وجود علاقة بين عرض النقد بالمفهوم الواسع (M_2) ومعدل دوران الأسهم، بل ثبتت هذه العلاقة في حالة عرض النقد بالمفهوم الضيق (M_1).

جدول رقم (16)

نتائج اختبار السببية بين السياسة النقدية ومعدل دوران الأسهم

المتغيرات	اتجاه السببية	عدد فترات التباطؤ	قيمة F	قيمة الاحتمالية	القرار
LTR،LM_2	LM_2 لا يسبب LTR	3	3.53	0.03	نرفض (H_0)
	LTR لا يسبب LM_2	3	1.19	0.33	لا نرفض (H_0)
LTR،LDD	LDD لا يسبب LTR	1	7.29	0.01	نرفض (H_0)
	LTR لا يسبب LDD	1	0.10	0.74	لا نرفض (H_0)
LTR،LCC	LCC لا يسبب LTR	1	2.97	0.09	نرفض (H_0)
	LTR لا يسبب LCC	1	1.83	0.18	لا نرفض (H_0)
LTR،LInf	LInf لا يسبب LTR	4	4.49	0.01	نرفض (H_0)
	LTR لا يسبب LInf	4	0.86	0.50	لا نرفض (H_0)
LTR،Lwork	Lwork لا يسبب LTR	3	4.06	0.01	نرفض (H_0)
	LTR لا يسبب Lwork	3	1.24	0.31	لا نرفض (H_0)

5.3.4 اختبار التكامل المشترك (Cointegration Test)

يعرف التكامل المشترك بأنه تصاحب بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في إحداهما لإلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتيهما ثابتة عبر الزمن، ولعل هذا يعني أن بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا

ما أخذت كل على حدة، ولكنها تكون مستقرة كمجموعة، ومثل هذه العلاقة طويلة الأجل بين مجموعة المتغيرات تعتبر مفيدة في التنبؤ بقيم المتغير التابع بدلالة مجموعة من المتغيرات المستقلة. فوجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات يعني من الناحية الإحصائية وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين هذه المتغيرات محل الدراسة (عطية، 1998).

ولكن حتى يتم تطبيق اختبار جوهانسن (Johansan) للتكامل المشترك، يجب كشرط أساسي أن تكون المتغيرات محل الدراسة متكاملة من نفس الدرجة (تختلف عن الصفر وتكون I(1)) (Zamani, 2005). وبما أن نتائج اختبارات جذر الوحدة بينت أن السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة متكاملة من درجات مختلفة، فإنه لا يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك في هذه الحالة، ومن ثم لا يمكن تقدير علاقة الأجل الطويل.

5.3.4 تحليل العلاقة في المدى القصير

إن عدم وجود علاقة تكاملية بين المتغيرات في المدى الطويل لا يعني عدم وجود علاقة بين هذه المتغيرات في المدى القصير، وعليه سيتم توظيف مؤشرين يستخدمان لهذه الغاية وهما تحليل مكونات التباين، وتحليل دوال الاستجابة لردة الفعل. ومن الجدير بالذكر، أن كل من تحليل التباين ودوال الاستجابة تعتبران طريقتين من طرق وصف السلوك الحركي للنموذج، ولكل منهما أهمية بالغة في عمليات التنبؤ.

1.5.3.4 تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)

من أجل التعرف على مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغير ذاته والمقدار الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات التوضيحية الأخرى في نموذج (VAR)، يتم القيام بتحليل مكونات هذا التباين، وتأتي أهمية تحليل مكونات التباين في أنه يعطي الأهمية النسبية لأثر التغير المفاجئ (Shock) في كل متغير من متغيرات النموذج على جميع المتغيرات في النموذج. حيث يقسم فيه تباين خطأ التنبؤ لكل متغير إلى جزئين، يخص الجزء الأول منه المتغير نفسه، بينما يخص

الجزء الآخر المتغيرات الأخرى في النظام، وبمعنى آخر فإن تباين خطأ التنبؤ لمتغير ما يعزى للصدمات غير المتنبأ بها لكل متغير من متغيرات النموذج خلال فترة التنبؤ، وبما أن الافتراض الأساسي في هذا النموذج هو أنه لا يوجد ترابط متسلسل بين الأخطاء العشوائية، إلا أن هذا لا يمنع من وجود تأثير متزامن (Contemporaneous) للأخطاء في المتغيرات المختلفة في النموذج، ولحل هذه المشكلة يتم عادة اللجوء إلى توزيع تشولاسكي (Cholaski Decomposition) والذي يتأثر بشكل كبير بترتيب المتغيرات والطريقة التي يدخل بها كل متغير في النموذج، وحتى يتم التأكد بأن النتائج التي تم الحصول عليها غير منحازة، يتم إعادة الاختبار بعد عكس ترتيب المتغيرات.

وعليه يتم القيام بتحليل مكونات التباين لمؤشرات سوق عمان للأوراق المالية المستخدمة في هذه الدراسة، ومن ثم معرفة تأثر هذه المتغيرات بما يحدث من تغيرات في السياسة النقدية خلال فترة الدراسة، وإلى أي مدى يمكن أن تفسر التغيرات فيها من تنبؤ الخطأ الناتج لكل متغير.

أ. تحليل مكونات التباين للرقم القياسي لأسعار الأسهم (LSPI)

بعد تطبيق اختبار تحليل مكونات التباين للرقم القياسي لأسعار الأسهم، كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول رقم (17).

نلاحظ من خلال الجدول أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم يتأثر بقوة للتغيرات في السياسة النقدية، ويتضح ذلك من خلال التناقص في القوة التفسيرية لمتغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم من نفسه عبر الزمن، والمصاحب لزيادة قوة تفسير التغيرات في السياسة النقدية من تنبؤ الخطأ الناتج في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، حيث يتضح أن متغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم (LSPI) يفسر نسبة (100%) من نفسه في الفترة الأولى، ثم تبدأ هذه القوة التفسيرية بالتناقص حتى تصل إلى (21.38%) في الفترة الخامسة، وإلى (17.11%) في الفترة العاشرة.

بالمقابل نجد أن التغيرات في كل من سعر الفائدة على القروض، وتحويلات العاملين، وعرض النقد، وسعر الفائدة على الودائع ومعدل التضخم تفسر حوالي (29.37%) من تنبؤ الخطأ الناتج في الرقم القياسي لأسعار الأسهم التي تعود إلى

أخطاء عشوائية في المتغيرات السابقة في الفترة الثانية، ثم تبدأ هذه القوة التفسيرية في التزايد حتى تصل إلى (82.89%) في الفترة العاشرة.

جدول رقم (17)

نتائج تحليل مكونات التباين للرقم القياسي لأسعار الأسهم (LSPI)

الفترة	S.E.	LSPI	LCC	LWORK	LM2	LDD	LINF
1	0.14	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2	0.18	70.63	6.12	7.18	4.98	9.86	1.20
3	0.23	46.05	7.12	4.37	10.89	28.39	3.15
4	0.30	29.73	5.47	3.60	14.88	38.24	8.06
5	0.37	21.38	3.86	2.62	17.05	39.09	15.98
6	0.42	18.17	3.04	2.07	19.82	36.75	20.11
7	0.44	16.81	2.74	1.82	22.3	34.91	21.3
8	0.46	16.29	2.81	1.71	24.32	33.78	21.06
9	0.48	16.34	3.00	1.72	25.53	33.01	20.37
10	0.49	17.11	3.04	1.80	26.13	32.33	19.55

ففيما يخص سعر الفائدة على القروض فإنه يتضح أنه خلال الفترة الثالثة كانت التغيرات فيه تفسر (7.12%) من تنبؤ الخطأ الناتج في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وهذه النسبة تتناقص في السنوات اللاحقة حتى تصل إلى (2.74%) في الفترة السابعة، لتتزايد فيما بعد حتى تصل إلى (3.04%) في الفترة العاشرة، مما يشير إلى ضعف تأثير التغير في سعر الفائدة على القروض على الرقم القياسي لأسعار الأسهم. أما بالنسبة لتحويلات العاملين فإن تأثيرها يتناقص مع مرور الزمن وتفسر نسبة (1.80%) من مكونات التباين في الرقم القياسي لأسعار الأسهم بعد 10 فترات زمنية مما يشير إلى ضعف تأثير التغير في تحويلات العاملين على الرقم القياسي لأسعار الأسهم. لكن يتضح أن هناك تزايد للقوة التفسيرية لمتغير عرض النقد للتغيرات في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، فبينما كانت نسبتها (4.98%) في الفترة الثانية، ارتفعت إلى (17.05%) في الفترة الخامسة، ثم واصلت ارتفاعها إلى (26.13%) في الفترة العاشرة.

أما بالنسبة لمتغير سعر الفائدة على الودائع فيتضح أنه خلال الفترة الثانية كانت التغيرات في هذا المتغير تفسر حوالي (9.86%) من تنبؤ الخطأ في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، حيث تشير هذه النسبة إلى النسبة المئوية من تباينات تنبؤ خطأ الرقم القياسي لأسعار الأسهم التي تعود إلى أخطاء عشوائية (صدمة) في سعر الفائدة على الودائع، وهذه النسبة تتزايد في السنوات اللاحقة حتى تصل إلى حوالي (39.09%) في السنة الخامسة، لكنها تتناقص في السنوات الأخيرة لتصل إلى (32.33%) في الفترة العاشرة. كما يلاحظ أن حوالي (1.2%) من خطأ التنبؤ في الرقم القياسي لأسعار الأسهم تعزى إلى التغيرات في معدل التضخم وذلك للفترة الثانية، وهذه النسبة في تزايد مستمر حيث بلغت (8.06%)، (15.98%)، (21.3%) في الفترات الرابعة، والخامسة والسابعة على التوالي، لتتناقص بعدها إلى (19.55%) في الفترة العاشرة.

ب. تحليل مكونات التباين لحجم التداول (LTV)

بعد تطبيق اختبار تحليل مكونات التباين لحجم التداول (LTV)، ظهرت نتائجه والمبينة في الجدول رقم (18)، والتي تشير إلى أن حجم التداول يتأثر بقوة بالتغيرات في كل من عرض النقد (LM_2)، وسعر الفائدة على القروض (LCC)، وسعر الفائدة على الودائع (LDD)، وتحويلات العاملين (LWORK)، ومعدل التضخم (LINF)، ويتضح ذلك من خلال التناقص في القوة التفسيرية لمتغير حجم التداول من نفسه عبر الزمن، والمصاحب لزيادة قوة تفسير التغيرات في المتغيرات السابقة من تنبؤ الخطأ الناتج في حجم التداول، فبينما كان هذا الخطأ يعزى إلى المتغير نفسه بنسبة (80.01%) في الفترة الثانية، ويعزى أيضا إلى المتغيرات السابقة بنسبة (19.99%) في نفس الفترة، انخفضت القوة التفسيرية لمتغير حجم التداول إلى (24.50%) في الفترة العاشرة، في حين ازدادت نسبة تفسير التغيرات في كل من عرض النقد، وسعر الفائدة على القروض، وسعر الفائدة على الودائع، وتحويلات العاملين ومعدل التضخم إلى (75.50%) من مكونات التباين لحجم التداول في الفترة العاشرة.

ويتضح من الجدول أن هناك تزايد للقوة التفسيرية لعرض النقد للتغيرات في حجم التداول، فبينما كانت نسبتها (6.61%) في الفترة الثانية، ارتفعت إلى (29.86%) في

الفترة السادسة، ثم واصلت ارتفاعها إلى (39.37%) في الفترة العاشرة وهذا يعني أن عرض النقد له تأثير كبير على حجم التداول.

كما يتبين أنه خلال الفترة الثانية كانت التغيرات في سعر الفائدة على القروض تفسر حوالي (5.19%) من تنبؤ الخطأ الناتج في حجم التداول، التي تعود إلى أخطاء عشوائية في سعر الفائدة على القروض، ويلاحظ أن هذه النسبة تتزايد في الفترات اللاحقة حتى تصل إلى (12.76%) في الفترة الخامسة، لتتناقص مع مرور الزمن وتصل إلى (8.73%) في الفترة العاشرة.

جدول رقم (18)

نتائج تحليل مكونات التباين لحجم التداول (LTV)

الفترة	S.E.	LTV	LM2	LCC	LDD	LWORK	LINF
1	0.35	100.00	0.00	0.00	0.0	0.00	0.00
2	0.43	80.01	6.61	5.19	5.29	2.80	0.06
3	0.52	56.34	14.45	10.73	12.77	4.67	1.01
4	0.61	42.91	20.54	12.89	17.29	4.32	2.01
5	0.69	36.83	25.47	12.76	19.20	3.39	2.31
6	0.76	33.32	29.86	11.76	19.90	3.00	2.13
7	0.81	30.40	33.63	10.63	20.11	3.33	1.88
8	0.85	27.81	36.49	9.68	20.09	4.08	1.82
9	0.88	25.81	38.34	9.05	19.95	4.85	1.97
10	0.91	24.50	39.37	8.73	19.79	5.35	2.23

أما بالنسبة لمتغير سعر الفائدة على الودائع، يتضح أنه في الفترة الثانية كانت التغيرات في هذا المتغير تفسر حوالي (5.29%) من تنبؤ الخطأ الناتج في حجم التداول التي تعود إلى أخطاء عشوائية في سعر الفائدة على الودائع، وهذه النسبة تتزايد في الفترات اللاحقة حتى تصل إلى (20.11%) في الفترة السابعة، لكنها تتناقص في الفترات الأخيرة لتصل إلى (19.79%) في الفترة العاشرة.

وبالنسبة لتحويلات العاملين يتضح أنه خلال الفترة الثالثة كانت التغيرات في هذا المتغير تفسر(4.67%) من خطأ التنبؤ في حجم التداول، حيث تشير هذه النسبة إلى

النسبة المئوية من تباينات تنبؤ خطأ حجم التداول التي تعود إلى أخطاء عشوائية في تحويلات العاملين، وهذه النسبة في تناقص مستمر، حيث بلغت (4.32%)، (3.39%)، (3.00%) في الفترات الرابعة، والخامسة والسادسة على التوالي، لتتزايد بعدها بشكل تدريجي حتى تصل إلى (5.35%) في الفترة العاشرة. وفيما يخص معدل التضخم فإن تأثيره يتزايد مع مرور الزمن وذلك لغاية الفترة الخامسة، بحيث يشرح نسبة (2.31%) من مكونات التباين لحجم التداول، غير أن هذه النسبة تتناقص في الفترات اللاحقة لتفسر(1.82%) من مكونات التباين لحجم التداول وذلك بعد 8 فترات زمنية، لتتزايد في الفترتين الأخيرتين وتفسر(1.97%)، (2.23%) من خطأ التنبؤ في حجم التداول.

ونشير إلى أن نتائج تحليل مكونات التباين لحجم التداول تتفق مع النتائج التي تم الحصول عليها في اختبار السببية والذي بين أن متغير عرض النقد، وسعر الفائدة على القروض، وسعر الفائدة على الودائع، وتحويلات العاملين ومعدل التضخم تسبب حجم التداول.

ج. تحليل مكونات التباين لمعدل دوران الأسهم (LTR)

بعد تطبيق اختبار تحليل التباين لمعدل دوران الأسهم، كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول رقم (19).

تشير النتائج إلى أن معدل دوران الأسهم يتأثر بقوة للتغيرات في كل من سعر الفائدة على القروض، وسعر الفائدة على الودائع، وعرض النقد وتحويلات العاملين ومعدل التضخم، ويتضح ذلك من خلال التناقص في القوة التفسيرية لمتغير معدل دوران الأسهم من نفسه عبر الزمن، والمصاحب لزيادة قوة تفسير التغيرات في المتغيرات السابقة من تنبؤ الخطأ الناتج في معدل دوران الأسهم. فبينما كان هذا الخطأ يعزى إلى المتغير نفسه بنسبة (64.28%) في الفترة الثانية، ويعزى أيضا إلى المتغيرات السابقة بنسبة (35.72%) في نفس الفترة، انخفضت القوة التفسيرية لمتغير معدل دوران الأسهم إلى (17.59%) في الفترة العاشرة، في حين ازدادت نسبة تفسير التغيرات في كل من المتغيرات السابقة إلى (82.41%) من مكونات التباين لمعدل دوران الأسهم في الفترة العاشرة.

جدول رقم (19)

نتائج تحليل مكونات التباين لمعدل دوران الأسهم (LTR)

LM2	LINFF	LWORK	LCC	LDD	LTR	S.E.	الفترة
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.16	1
9.66	4.76	8.58	0.19	12.51	64.28	0.21	2
9.51	4.59	30.42	4.08	15.04	36.33	0.29	3
8.22	7.02	23.82	2.60	26.78	31.52	0.36	4
11.11	9.29	19.75	2.46	29.25	28.11	0.41	5
16.14	8.36	17.37	3.58	28.71	25.80	0.44	6
19.40	7.44	16.12	7.61	26.45	22.95	0.46	7
21.20	6.63	17.07	9.41	25.18	20.49	0.49	8
22.89	5.93	18.57	9.16	24.58	18.84	0.52	9
24.84	5.32	19.23	8.21	24.79	17.59	0.55	10

فخلال الفترة الثانية كانت التغيرات في سعر الفائدة على الودائع تفسر حوالي (12.51%) من تنبؤ الخطأ الناتج في معدل دوران الأسهم التي تعود إلى أخطاء عشوائية في سعر الفائدة على الودائع، ويلاحظ أن هذه النسبة تزداد في الفترات اللاحقة حتى تصل إلى (29.25%) في الفترة الخامسة، لتتناقص مع مرور الزمن وتصل إلى (24.29%) في الفترة العاشرة. كما بين تحليل مكونات التباين لمعدل دوران الأسهم أن حوالي (4.08%) من خطأ التنبؤ في معدل دوران الأسهم للفترة الثالثة يعزى لسعر الفائدة على القروض، في حين كانت النسبة حوالي (7.61%، 8.21%) في الفترة السابعة والعاشرة على التوالي. بينما كان (30.42%) من خطأ التنبؤ في معدل دوران الأسهم للفترة الثالثة يعزى لحوالات العاملين في الخارج، ويلاحظ أن هذه النسبة تتناقص إلى (16.12%) في الفترة السابعة، لتعود للزيادة إلى(19.23%) في الفترة العاشرة. كما يلاحظ أن حوالي(4.76%) من خطأ التنبؤ في معدل دوران الأسهم للفترة الثانية يعزى لمعدل التضخم، ويتضح أن هذه النسبة تزداد في الفترة الثالثة، والرابعة والخامسة حيث كانت (4.59%، 7.02%، 9.29%) على التوالي، ثم تنخفض إلى (5.32%) في الفترة العاشرة. ويلاحظ كذلك أن عرض النقد

يفسر مانسبته (9.66%) من تباينات تنبؤ خطأ معدل دوران الأسهم في الفترة الثانية والتي تعود إلى أخطاء عشوائية في عرض النقد، وهذه النسبة تزداد إلى (16.14%، 24.84%) للفترة السادسة والعاشرة على التوالي، وهذا يشير إلى قوة تأثير التغير في عرض النقد على معدل دوران الأسهم، والذي يتزايد مع مرور الزمن وبمعدلات زيادة مرتفعة.

2.5.3.4 مصداقية النتائج

يتم اللجوء إلى أسلوب إعاد ترتيب المتغيرات للتأكد من مصداقية النتائج ودعمها، وهذه الطريقة يعتمد عليها توزيع تشولاسكي (Cholaski Decomposition) وقد تم إعادة ترتيب المتغيرات في كل نموذج، وتم الحصول على النتائج المبينة في الجداول الآتية. ويتضح أن النتائج لم تختلف كثيرا مقارنة مع نتائج الجداول السابقة.

أ. تحليل مكونات التباين للرقم القياسي لأسعار الأسهم بعد إعادة ترتيب المتغيرات

بعد إعادة ترتيب المتغيرات، تبين أن النتائج لم تختلف كثيرا، حيث بقيت المتغيرات المتمثلة في سعر الفائدة على الودائع، وعرض النقد ومعدل التضخم تفسر الجزء الأكبر من تنبؤ الخطأ الناتج في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وهذا ما يبينه الجدول رقم (20).

جدول رقم (20)

نتائج تحليل مكونات التباين للرقم القياسي لأسعار الأسهم (LSPI) بعد إعادة ترتيب المتغيرات

LINF	LCC	LDD	LM2	LWORK	LSPI	S.E.	الفترة
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.0	0.14	1
1.20	0.27	9.59	6.17	12.10	70.63	0.18	2
3.15	0.61	27.83	13.89	8.44	46.05	0.23	3
8.06	2.70	36.03	16.53	6.92	29.73	0.30	4
15.98	4.36	35.94	17.33	4.99	21.38	0.37	5
20.11	5.62	33.17	18.95	3.95	18.17	0.42	6
21.30	5.95	31.27	21.14	3.49	16.815	0.44	7
21.06	5.93	30.18	23.16	3.36	16.29	0.46	8
20.37	5.84	29.45	24.49	3.48	16.34	0.48	9
19.55	5.84	28.79	25.06	3.61	17.11	0.49	10

ب. تحليل مكونات التباين لحجم التداول بعد إعادة ترتيب المتغيرات

بعد إعادة ترتيب المتغيرات، يتبين أن النتائج لم تختلف كثيرا، حيث بقي متغيري عرض النقد وسعر الفائدة على الودائع يفسران الجزء الأكبر من تنبؤ الخطأ الناتج في حجم التداول، وهذا مايوضحه الجدول رقم (21) أدناه.

جدول رقم (21)

نتائج تحليل مكونات التباين لحجم التداول (LTV) بعد إعادة ترتيب المتغيرات

LDD	LCC	LWORK	LINF	LM2	LTV	S.E.	الفترة
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.35	1
6.78	5.52	1.05	0.00	6.61	80.01	0.43	2
15.39	12.25	1.25	0.28	14.45	56.34	0.52	3
19.79	15.17	0.91	0.65	20.54	42.91	0.61	4
20.93	15.09	0.94	0.71	25.47	36.83	0.69	5
20.76	13.82	1.61	0.60	29.86	33.32	0.76	6
20.21	12.38	2.76	0	33.63	30.40	0.81	7
19.57	11.28	4.03	0.78	36.49	27.81	0.85	8
18.98	10.66	5.08	1.10	38.34	25.81	0.88	9
18.50	10.46	5.74	1.40	39.37	24.50	0.91	10

ج. تحليل مكونات التباين لمعدل دوران الأسهم بعد إعادة ترتيب المتغيرات

بعد إعادة ترتيب المتغيرات، يتبين أن النتائج لم تختلف كثيرا وهذا مايوضحه الجدول أدناه.

جدول رقم (22)

نتائج تحليل مكونات التباين لمعدل دوران الأسهم (LTR) بعد إعادة ترتيب المتغيرات

LWORK	LCC	LDD	LINFF	LM2	LTR	S.E.	الفترة
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.16	1
7.11	0.930	7.49	0.84	19.33	64.28	0.21	2
19.94	8.40	13.03	7.96	14.31	36.33	0.29	3
14.07	6.45	28.15	9.60	10.19	31.52	0.36	4
11.31	6.87	31.32	12.34	10.02	28.11	0.41	5
10.71	7.52	29.52	12.15	14.26	25.80	0.44	6
11.21	10.30	26.47	11.02	18.02	22.95	0.46	7
13.91	10.99	24.22	9.83	20.54	20.49	0.49	8
17.14	10.24	22.76	8.85	22.15	18.84	0.52	9
19.24	9.21	22.22	8.24	23.48	17.59	0.55	10

حيث يتبين أن متغيرات عرض النقد، وسعر الفائدة على الودائع، وتحويلات العاملين بالخارج بقيت تفسر الجزء الأكبر من تنبؤ الخطأ الناتج في معدل دوران الأسهم.

3.5.3.4 دالة الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response Function)

يعنى هذا الاختبار بتتبع المسار الزمني للتغيرات المفاجئة (الصدمات) التي يمكن أن تتعرض لها مختلف متغيرات النموذج، وبالتالي فهي توضح تأثير صدمة بمقدار انحراف معياري واحد لأحد المتغيرات على القيم الحالية والمستقبلية لمتغيرات النموذج، كما تعكس أيضا كيفية استجابة المتغيرات المختلفة في النموذج لأي تغير مفاجئ في أي متغير من متغيرات نموذج الدراسة مع مرور الزمن.

ولفحص كيف تستجيب مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية للصدمات الواقعة في السياسة النقدية يتم حساب دوال الاستجابة، والتي من خلالها يتم تتبع الأثر على قيم المتغيرات الداخلية نتيجة تغير مقداره انحراف معياري واحد في كل متغير من المتغيرات المستقلة .

أ. دوال الاستجابة لردة فعل الرقم القياسي لأسعار الأسهم للتغيرات في السياسة النقدية:

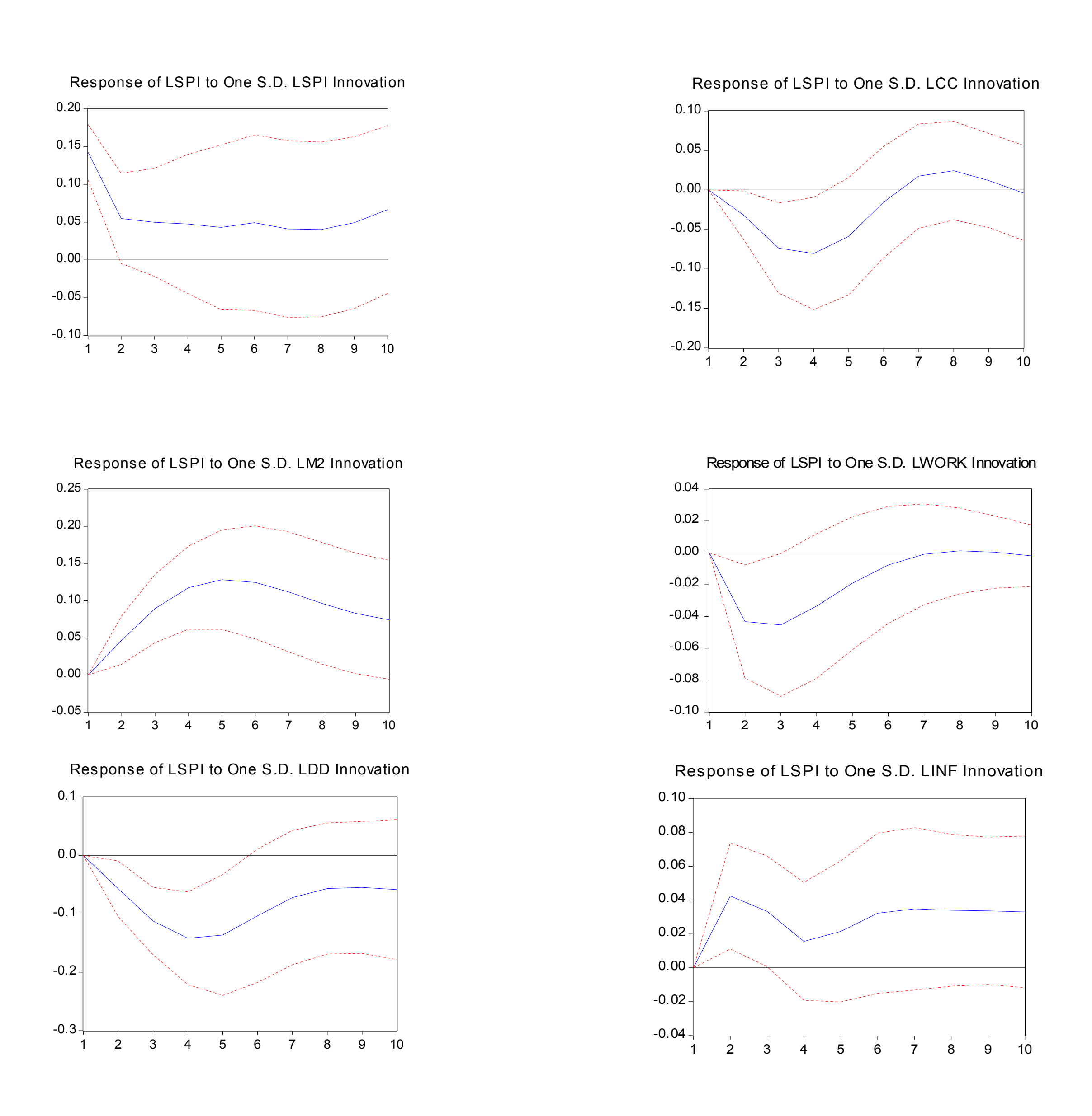
عند إجراء اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل (IRF) لمعرفة مدى تأثير السياسة النقدية على الرقم القياسي لأسعار الأسهم (LSPI) خلال فترة الدراسة، كانت النتائج على النحو المبين في الشكل رقم (2)، حيث يتبين أن أي صدمة عشوائية موجبة في متغير سعر الفائدة على القروض تحدث أثرا سلبيا على أسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية وبمعنوية مقبولة إحصائيا، ويستمر هذا التأثير لغاية الفترة الرابعة ثم يفقد بعد ذلك معنويته، وتدل هذه النتيجة على الأثر السلبي لسعر الفائدة على القروض على أسعار الأسهم، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة على القروض يؤدي إلى ارتفاع التكلفة التمويلية للشركات، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض ربحية الشركات، ومن ثم انخفاض الطلب على أسهمها وبالتالي انخفاض أسعارها. وتتوافق هذه النتيجة مع بعض الدراسات التي طبقت دالة الاستجابة الفورية، مثل دراسة (هيلات، 2004)، ودراسة (Gan et al., 2006) واللتان أثبتتا التأثير السلبي لسعر الفائدة على القروض

على أسعار الأسهم، كما تتفق مع نتائج دراسة (Li , 2004)، ودراسة بن ناصور وآخرون (Ben Naceur et al., 2009) واللتان أثبتتا التأثير السلبي للسياسة النقدية الانكماشية على أسعار وعوائد الأسهم. غير أنها تتعارض مع دراستا (سلامة، 1997 ب)، و(أرشيد، 2004) اللتان طبقتا الانحدار المتعدد، واللتان لم تظهرا وجود علاقة ارتباط مثبتة إحصائيا بين سعر الفائدة على القروض وأسعار الأسهم وذلك في سوق عمان للأوراق المالية.

بينما يتضح أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم يستجيب بشكل سلبي لأي صدمة عشوائية موجبة في تحويلات العاملين في الخارج وبمعنوية مقبولة إحصائيا، ويستمر هذا التأثير إلى الفترة الثالثة ثم يفقد بعد ذلك معنويته ويصبح تأثيرها معدوما في الأجل الطويل لكن غير معنوي، وتنسجم هذه النتيجة مع ما تم التوصل إليه في اختبار تحليل التباين والذي بين تناقص القوة التفسيرية لمتغير تحويلات العاملين في التنبؤ للخطأ الناتج في الرقم القياسي لأسعار الأسهم عبر الزمن، وتتعارض نتيجة هذه الدراسة مع دراسة (الرفاعي، 1999)، ودراسة (سلامة، 1997 ب) واللتان توصلتا إلى إيجابية العلاقة بين المتغيرين بالرغم من عدم معنوية التأثير في الدراسة الثانية.

ويلاحظ من خلال تتبع المسار الزمني للعلاقة بين عرض النقد والرقم القياسي لأسعار الأسهم، أن أي صدمة عشوائية موجبة في عرض النقد تؤثر إيجابيا على أسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية، وبمعنوية مقبولة إحصائيا، ويستمر هذا التأثير لمدة تسع سنوات، علما أن هذه النتيجة تتطابق مع اختبار السببية، واختبار تحليل مكونات التباين للرقم القياسي لأسعار الأسهم والذي بين تزايد القوة التفسيرية لمتغير عرض النقد في التنبؤ للخطأ الناتج في الرقم القياسي لأسعار الأسهم عبر الزمن. وتتوافق هذه النتيجة مع فرضية محافظ الاستثمار النقدية والتي بينت إيجابية تأثير عرض النقد على أسعار الأسهم وبشكل متباطئ. وتتوافق نتيجة هذه الدراسة مع دراسة (البازعي، 1998) على سوق الأسهم السعودي، ودراسة (Ibrahim and , 2001 Yusoff) على سوق الأسهم الماليزي، ودراسة (Li, 2004)؛ لكنها تتعارض مع دراستي (Sourial, 2002) و(Ratanapakorn, 2000) واللتان توصلتا إلى سلبية هذه العلاقة بين المتغيرين.

أما على المستوى المحلي، فإن نتيجة هذه الدراسة تتفق مع دراسة (ملاوي، 2008) والتي توصلت إلى إيجابية تأثير عرض النقد (M_2) على أسعار الأسهم، بينما تتعارض مع دراسة (هيلات، 2004) التي توصلت إلى وجود تأثير سلبي لعرض النقد على أسعار الأسهم، مع العلم أن هذه الدراسات طبقت اختبار دالة الاستجابة الفورية.



شكل رقم (2)

دوال الاستجابة لردة فعل الرقم القياسي لأسعار الأسهم للتغيرات في السياسة النقدية

وبالنسبة للدراسات التي لم تطبق مثل هذا الاختبار، فإن نتيجة الدراسة تتفق مع دراسات كل من (Menike, 2006) و(Maskay and Chapman, 2007)، و(الرفاعي، 1999) والتي توصلت إلى إيجابية تأثير عرض النقد (M_2) على أسعار الأسهم، وأكدت كذلك دراسة (الزعبي، 2000) تأثر أسعار الأسهم بصورة إيجابية لعدد من العوامل الاقتصادية الكلية مجتمعة والتي كان فيها عرض النقد أحد هذه العوامل. كما أن دراسة الشركس (Al-Sharkas,2004) أيدت التأثير الإيجابي لعرض النقد على عوائد الأسهم. بالمقابل تتعارض هذه النتيجة مع دراسات كل من (الفراج، 2004)، و(Mohammad et al., 2009)، و(Deng, 2007) والتي توصلت إلى سلبية العلاقة بين المتغيرين. غير أن دراسة (الخطيب والشرع، 1994) لم تظهر وجود علاقة ارتباط مثبتة إحصائيا بين عرض النقد وأسعار الأسهم.

ويتبين أن استجابة ردة الفعل للرقم القياسي لأسعار الأسهم لتغير مفاجئ مقداره انحراف معياري واحد في سعر الفائدة على الودائع كانت سلبية وبمعنوية إحصائية عالية، ويستمر هذا التأثير السلبي لغاية الفترة السادسة، وتدعم هذه النتيجة ما تم التوصل إليه في اختبار السببية الذي بين وجود سببية تتجه من سعر الفائدة على الودائع لأجل إلى الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وكذلك اختبار تحليل مكونات التباين لنفس المتغيرين، فارتفاع أسعار الفائدة على الودائع يشجع الأفراد على التوجه نحو إيداع مدخراتهم في البنوك بدلا من الاستثمار في الأسهم، ومن ثم الحصول على عائد دون تحمل المخاطرة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها. وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة كل من (الرفاعي، 1999)، و(الموعد، 2005) واللتان توصلتا إلى سلبية العلاقة فيما بين المتغيرين، لكنها تتعارض مع دراسة (هيلات، 2004) ودراسة (Gan et al., 2006) اللتان توصلتا إلى إيجابية العلاقة بين هذين المتغيرين.

أما بالنسبة لمعدل التضخم فإن تأثيره يكون إيجابيا ومعنويا لغاية الفترة الثالثة، ليصبح تأثيره ثابتا في السنوات الأخيرة لكن بصورة غير معنوية، ويعزى ذلك إلى أن ارتفاع معدل التضخم ومن خلال أثر التوهم النقدي يؤدي إلى زيادة أسعار وعوائد الأسهم، الأمر الذي يدفع بالمستثمرين إلى زيادة الطلب على الأسهم مما يؤدي إلى

ارتفاع أسعارها وذلك باعتبار أن الأسهم تمثل حقوقا يتوقع أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار، لكن مع مرور الزمن يدرك المستثمرون أن هذا الارتفاع في أسعار الأسهم سببه الارتفاع المستمر في الأسعار، وبالتالي يقل الطلب على الأسهم فتتجه أسعارها نحو الثبات. وتتفق نتيجة هذه الدراسة في إيجابية تأثير معدل التضخم على أسعار الأسهم مع نتائج دراسات كل من (Sourial, 2002)، و(Ibrahim and Yusoff, 2001)، و(Ben Naceur et al., 2009) وذلك في حالة دولتي السعودية وسلطنة عمان، ودراسات (البدري والخوري، 1997)، و(الرفاعي، 1999) و(Mohammad et ., 2009 al).

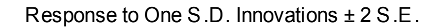
بالمقابل توصلت دراسات (Ratanapakorn, 2000)، و(Li, 2004)، و(Gan et al ., 2006)، و(Ben Naceur et al., 2009) وذلك في حالة دولة الأردن، وتونس، والمغرب وتركيا، ودراسة (أرشيد، 2004)، و(الفراج، 2004) و(Menike, 2006) إلى وجود تأثير سلبي لمعدل التضخم على أسعار وعوائد الأسهم وذلك في أسوق المال في تلك الدول. غير أن دراسات كل من (الخطيب والشرع، 1994)، و(سلامة، 1997 أ) و(الموعد، 2005) لم تتوصل إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للرقم القياسي لمستوى الأسعار على أسعار الأسهم.

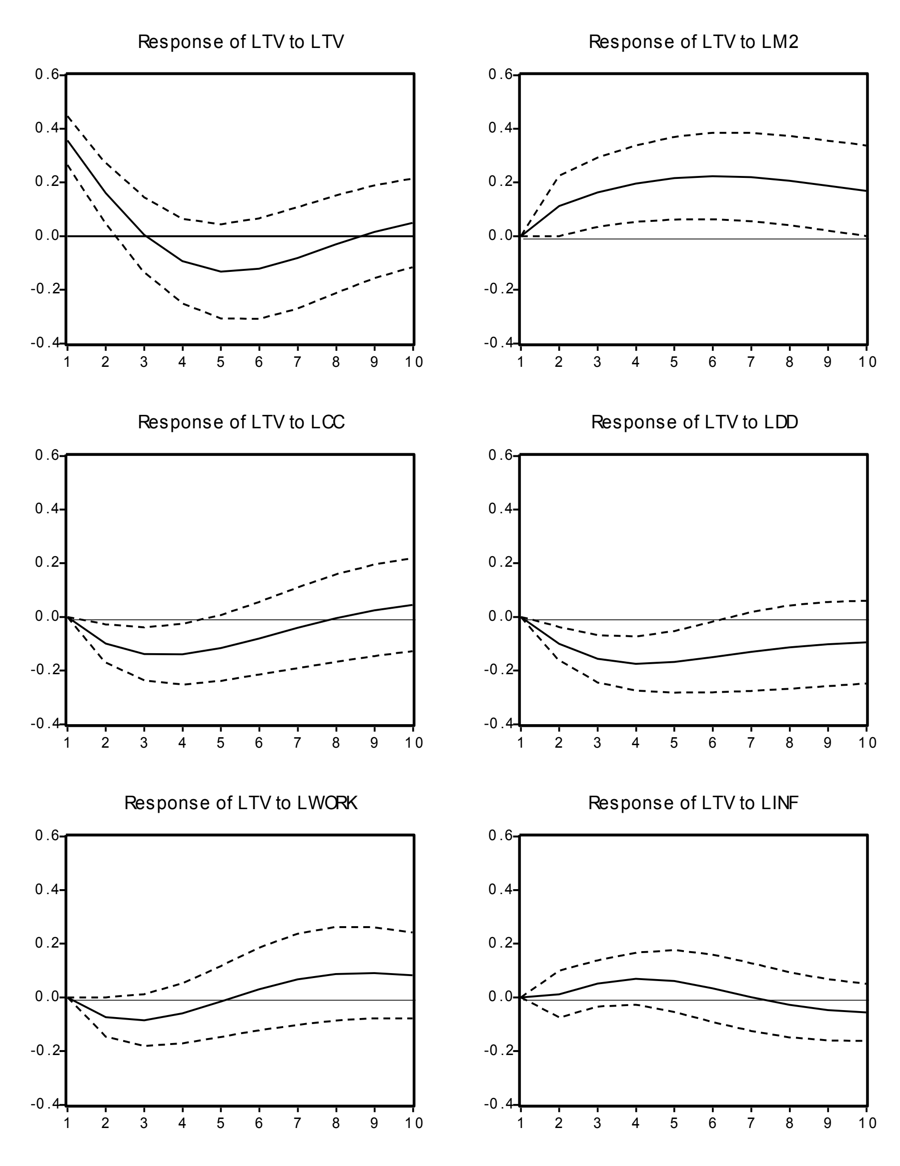
ب. دوال الاستجابة لردة فعل حجم التداول للتغيرات في السياسة النقدية

بالنسبة لعلاقة السياسة النقدية بحجم التداول في سوق عمان للأوراق المالية، وبعد إجراء اختبار دوال الاستجابة لردة الفعل (IRF)، كانت النتائج كما هي موضحة بالشكل رقم (3)، حيث يتبين أن حجم التداول يستجيب بصورة إيجابية للصدمة الإيجابية في عرض النقد وبمعنوية إحصائية عالية، ويستمر هذا التأثير الإيجابي لغاية الفترة العاشرة، وتدعم هذه النتيجة ما تم التوصل إليه في دراستنا عند اختبار السببية الذي بين وجود سببية تتجه من عرض النقد إلى حجم التداول، وكذلك اختبار تحليل مكونات التباين الذي بين تزايد القوة التفسيرية لمتغير عرض النقد في التنبؤ للخطأ الناتج في حجم التداول عبر الزمن. وهذه النتيجة تتوافق مع دراستي (هيلات، 2004) و(ملاوي، 2008) المطبقتان على سوق عمان للأوراق المالية واللتان استخدمتا دالة

الاستجابة الفورية، كما تتفق مع دراسات (الخطيب والشرع، 1994)، و(الرواشدة، 1999)، و(الرفاعي، 1999).

بالمقابل يستجيب حجم التداول سلبيا للصدمة العشوائية الإيجابية في سعر الفائدة على القروض وبمعنوية مقبولة إحصائيا، ويستمر هذا التأثير لغاية الفترة الخامسة، ثم





شكل رقم (3)

دوال الاستجابة لردة فعل حجم التداول للتغيرات في السياسة النقدية

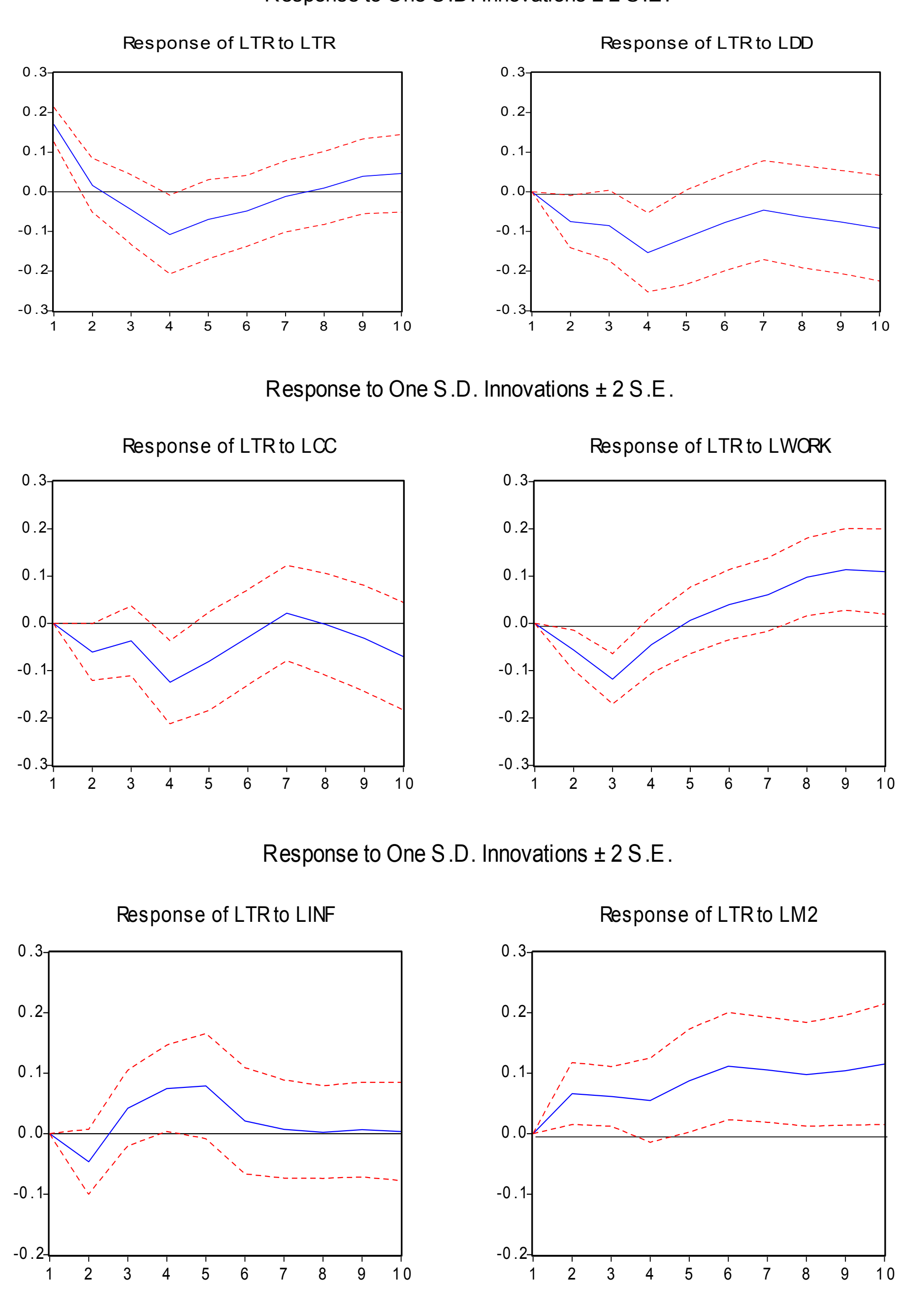
يفقد بعد ذلك معنويته. كما يلاحظ من خلال تتبع المسار الزمني للعلاقة بين سعر الفائدة على الودائع لأجل وحجم التداول أن أي صدمة عشوائية موجبة في سعر الفائدة على الودائع تؤثر سلبيا على حجم التداول في سوق عمان للأوراق المالية وبمعنوية مقبولة إحصائيا، ويستمر هذا التأثير لغاية الفترة السادسة، وذلك يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (الرواشدة، 1999)، و(الرفاعي، 1999)، و(الطراونة، 2004) و(هيلات، 2004).

ويتبين أن أي صدمة عشوائية موجبة في متغير تحويلات العاملين تحدث أثرا سلبياعلى حجم التداول ولكن بمعنوية ليست عالية، ويستمر هذا التأثير الإيجابي إلى الفترة الثالثة تقريبا، وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة (الطراونة، 2004)، لكنها تتعارض مع دراسة (الرفاعي، 1999) واللتان طبقتا طريقة (OLS).

أما بالنسبة لمعدل التضخم، فإن الصدمة العشوائية فيه تؤثر بشكل إيجابي على حجم التداول بالرغم من عدم معنويته، وهذا قد يعزى إلى أن المستثمرين لا يشعرون بتغيرات مستوى الأسعار في الأجل القصير، وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (الرفاعي، 1999)، ودراسة (الخطيب والشرع، 1994) اللذان توصلا إلى إيجابية العلاقة بين المتغيرين بالرغم من عدم معنويتها.

ج. دوال الاستجابة لردة فعل معدل دوران الأسهم للتغيرات في السياسة النقدية

عند إجراء اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل (IRF) لمعرفة مدى تأثير متغيرات السياسة النقدية على معدل دوران الأسهم، كانت النتائج على النحو المبين في الشكل رقم (4). حيث يتبين أن أي صدمة عشوائية موجبة في متغير سعر الفائدة على الودائع تحدث أثرا سلبيا على معدل دوران الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية وبمعنوية مقبولة إحصائيا، ويستمر هذا التأثير للفترة الخامسة ثم يفقد بعد ذلك معنويته، علما أن هذه النتيجة تتطابق مع اختبار السببية واختبار تحليل مكونات التباين لهذين المتغيرين. كما يتبين أن أي صدمة موجبة في متغير سعر الفائدة على القروض تحدث أثرا سلبيا على معدل دوران الأسهم وذلك لغاية الفترة الثانية، أما التأثير لباقي الفترات فيكون غير معنوي. ويتضح أن استجابة ردة الفعل لمعدل دوران الأسهم لتغير مفاجىء مقداره انحراف معياري واحد في تحويلات العاملين في الخارج كانت سلبية وبمعنوية



شكل رقم (4)

دوال الاستجابة لردة فعل معدل دوران الأسهم للتغيرات في السياسة النقدية

عالية، ويستمر هذا التأثير السلبي إلى الفترة الرابعة. كما أن الصدمة في معدل التضخم كان تأثيرها سلبيا وغير معنوي. ويتبين من الشكل كذلك أن معدل دوران الأسهم يستجيب لأي صدمة عشوائية في عرض النقد بصورة إيجابية وبمعنوية مقبولة إحصائيا وذلك حتى الفترة الرابعة، وهذا يتطابق مع نتيجة الدراسة عند تحليل مكونات التباين الذي بين تزايد القوة التفسيرية لمتغير عرض النقد للتغير في معدل دوران الأسهم عبر مرور الزمن، وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (ملاوي، 2008) المطبقة على سوق عمان للأوراق المالية.

4.4 مناقشة النتائج والتوصيات

هدفت الدراسة إلى بيان أثر السياسة النقدية على نشاط سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1978- 2009)، حيث تم تحديد ثلاثة متغيرات تعكس نشاط ذلك السوق وهي الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم، ويمكن تلخيص أهم نتائج وتوصيات هذه الدراسة فيمايلي:

1.4.4 النتائج :

تبين من خلال الدراسة مايلي:

1. بالرغم من الظروف التي عانى منها الاقتصاد الأردني، والأوضاع الصعبة التي مرت بها المنطقة، فقد تمكن سوق عمان للأوراق المالية أن يسجل معدلات نمو مرتفعة، حيث كان الاتجاه العام لمؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية المتمثلة في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم هو الارتفاع بشكل عام خلال فترة الدراسة (1978-2009)، فقد بلغت متوسطات النمو السنوي 10.72%، 40.31%، 20.46% على التوالي.
2. نظرا لوجود علاقة سببية بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية، وفي إطار وجود تأثير للسياسة النقدية على أسعار الأسهم، فإنه يمكن الاستنتاج بأن سوق عمان للأوراق المالية لا يتمتع بالكفاءة عند صيغتها شبه القوية بالنسبة للسياسة النقدية، وذلك بسبب أنه يمكن للتغيرات في السياسة النقدية

أن تساهم في توقع أسعار الأسهم، وعليه يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية من خلال استخدام معلومات عن السياسة النقدية.

3. جاء تأثير تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج على كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم سلبيا مخالفا بذلك التوقعات، وغير متوافق مع فرضية الدراسة، ويرجع ذلك لعدة أسباب أهمها:

أ- أن (71%) من قيمة التحويلات هي التي ترد من خلال الجهاز المصرفي، أما الثلث الباقي فيرد بطرق مختلفة، منها تحويلات سلعية، ومبالغ مرسلة مع الأصدقاء، ومبالغ منفقة خلال زيارة المغتربين إلى الأردن، وأجور نقل ورسوم جمركية.

ب- أن جزءً من هذه التحويلات يوجه إلى الضفة الغربية ويقدر بحوالي الثلث.

ج- وفقا لدراسة أعدت من قبل الدائرة الاقتصادية في الجمعية العلمية الملكية الأردنية لعدد من الأفراد والأسر المغتربة، تبين منها أن ما نسبته 39.6% قاموا بتملك العقارات، ونسبة 7.8% قاموا بشراء الأراضي بقصد المضاربة فيها، في حين بلغت نسبة الذين اشتروا سندات حكومية وأسهم شركات 6.3%، وبالتالي توجهت التحويلات إلى القطاعات الأخرى وخاصة الإنشاءات والخدمات، ويكون ذلك على حساب نشاط سوق الأوراق المالية.

د- أن معظم المغتربين الأردنيين هم من أصحاب الدخل المحدود في الأردن، ولذلك عند عودتهم يميلون إلى الإنفاق الاستهلاكي، وشراء السلع المعمرة كالسيارات، بالإضافة إلى الإنفاق على الخدمات الترفيهية كالسياحة والنقل.

هـ- عدم توفر الوعي الاستثماري لدى معظم العاملين الأردنيين المغتربين للاستثمار في الأوراق المالية، بالإضافة إلى ضعف الثقة في التعامل في سوق الأوراق المالية.

4. من خلال اختبار الإستقرارية للسلاسل الزمنية محل الدراسة، اتضح أن متغيرات عرض النقد (LM_2)، وسعر الفائدة على الودائع لأجل (LDD)، وسعر الفائدة على القروض (LCC)، وتحويلات العاملين بالخارج (LWORK)، والرقم القياسي لأسعار

الأسهم (LSPI)، وحجم التداول (LTV)، ومعدل دوران الأسهم (LTR) جميعها مستقرة بالفرق الأول، بينما متغير معدل التضخم (LINF) فقد استقر عند المستوى.

5. تبين من خلال اختبار(CUSUM Test) المستخدم لفحص استقرارية بيانات النماذج، أن دالة الرقم القياسي لأسعار الأسهم، ودالة حجم التداول، ودالة معدل دوران الأسهم تتمتع بالإستقرار الهيكلي خلال فترة الدراسة.
6. أظهر اختبار السببية وجود علاقة تبادلية الاتجاه بين كل من عرض النقد، وسعر الفائدة على الودائع لأجل من جهة، والرقم القياسي لأسعار الأسهم من جهة أخرى، وهذا يعني أن السياسة النقدية تؤثر على أسعار الأسهم وهذا ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، بالمقابل تؤثر أسعار الأسهم على كل من عرض النقد وأسعار الفائدة على الودائع، ومنه يمكن استنتاج أن أداء سوق الأسهم يمكن استخدامه من طرف البنك المركزي كمؤشر لضبط وتعديل السياسة النقدية، وفي هذه الحالة يمكن القول أن مؤشر سوق الأسهم يعتبر مؤشرا قائدا للسياسة النقدية في الدولة.
7. أظهر اختبار السببية وجود علاقة أحادية الاتجاه تتجه من عرض النقد، وسعر الفائدة على الودائع لأجل، وسعر الفائدة على القروض، ومعدل التضخم، ومن تحويلات العاملين إلى كل من حجم التداول ومعدل دوران الأسهم.
8. تبين من خلال اختبار السببية وجود علاقة أحادية الاتجاه تتجه من أسعار الأسهم إلى معدل التضخم، وهذا مايدل على تحقق أثر الثروة (Wealth Effect)، حيث أن ارتفاع أسعار الأسهم يؤدي إلى زيادة ثروة الأفراد، والتي يوجه جزء منها إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات، ومن ثم تزداد مستويات الأسعار خاصة في ظل محدودية العرض فيحدث التضخم.
9. أظهرت نتائج تحليل مكونات التباين أن سعر الفائدة على الودائع لأجل، وعرض النقد يلعبان الدور الأكبر في تفسير التقلبات التي تحدث في مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية، وهذا دليل على مدى فاعلية هاتين الأداتين في تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث بلغت القوة التفسيرية لهذين المتغيرين في تفسيرهما للتغيرات الحاصلة في الرقم القياسي لأسعار الأسهم حوالي 32%، 26%، وفي حجم التداول حوالي 19%، 39%، وفي معدل دوران الأسهم حوالي 24%، 24% على التوالي.

10. فسر معدل التضخم نسبة ضئيلة من التغيرات في حجم التداول، وفي معدل دوران الأسهم، وهذا يعني إما أن المستثمر لا يأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم عندما يريد أن يستثمر في الأسهم، أو أن معدل التضخم السائد في الاقتصاد الأردني يكون منخفضا وهذا ما تسعى السلطة النقدية إلى المحافظة عليه عند مستويات تتواءم مع معدلات النمو في الاقتصاد، لكنه فسر نسبة كبيرة من تغيرات أسعار الأسهم وذلك قد يعزى إلى حمى المضاربة التي تحدث في السوق في الأجل القصير، وهذا قد يفسر بأن المستثمرين في سوق عمان للأوراق المالية هم مستثمرون قصيروا الأجل (مضاربون).

11. أظهر اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل أن أي تغير مفاجىء في عرض النقد (LM_2) يحدث أثرا إيجابيا على كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم (LSPI)، وحجم التداول (LTV)، ومعدل دوران الأسهم (LTR)، وبالتالي تنطبق نتيجة دراستنا مع استنتاجات نظرية محافظ الاستثمار النقدية التي ترى أن التغير في عرض النقد يؤثر إيجابيا وبصورة متباطئة على أسعار الأسهم.

12. أظهر اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل أن أي تغير مفاجىء في سعر الفائدة على الودائع لأجل (LDD)، وسعر الفائدة على القروض (LCC) يحدث أثرا سلبيا على كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم (LSPI)، وحجم التداول (LTV)، ومعدل دوران الأسهم (LTR)، وذلك يتوافق مع فكرة أن الودائع تعتبر بديلا استثماريا قليل المخاطرة مقارنة مع الأسهم، كما أن ربحية الشركة تتأثر كثيرا بسعر الفائدة على القروض والذي يعتبر ارتفاعه تكلفة باهضة تتحملها الشركة ومن ثم انخفاض ربحيتها، وهذا ما يدعم فرضية الدراسة.

13. جاء تأثير معدل التضخم على حجم التداول ومعدل دوران الأسهم غير معنويا، ويعزى ذلك إلى مجهودات السلطة النقدية لتضييق التذبذبات فيه، لأنها تضع على رأس أولوياتها المحافظة على الاستقرار النقدي، غير أن تأثيره كان إيجابيا ومعنويا على أسعار الأسهم، ويعود ذلك إلى أنه في ظل التضخم تزداد ثروات الطبقات الغنية نتيجة لعدم التوازن في توزيع الدخول، ومن ثم تقوم بتوظيف هذه الثروات حتى

تدر لها عائدا من خلال الاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث يزداد الطلب على الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها.

2.4.4 التوصيات:

اعتماداً على ما تم التوصُّل إليه من نتائج في هذه الدراسة، فإن الباحثة توصي بما يلي:

1. إيلاء السياسة النقدية أهمية من قبل صانعيها، لاعتمادها على أهم المتغيرات الاقتصادية المتمثلة في عرض النقد وأسعار الفائدة، تلك السياسة التي تلعب دورا فاعلا في التأثير على حركة أسعار الأسهم، وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم، لذلك ينبغي على السلطة النقدية أن تأخذ بعين الاعتبار الآثار الناجمة عن التغير في عرض النقد وأسعار الفائدة على سوق الأوراق المالية عند صياغتها لأية قرارات تتعلق بالسياسة النقدية تهدف إلى تنشيط النمو الاقتصادي، وبما يتماشى مع تطور وتقدم أداء السوق، خاصة وأن سوق الأوراق المالية يعتبر من بين القنوات التي يمكن من خلالها نقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي.
2. يمكن للمستثمرين في سوق عمان للأوراق المالية أن يأخذوا بعين الاعتبار التغيرات الحاصلة في السياسة النقدية كعوامل مهمة ومؤثرة عند اتخاذ القرار الخاص بالاستثمار في الأسهم، وبالتالي باستطاعتهم تطوير قاعدة للتعامل بالأسهم، وذلك من أجل تحقيق أرباح غير عادية خاصة في ظل عدم كفاءة هذا السوق.
3. العمل على نشر ثقافة التعامل في البورصة وتنمية الوعي الاستثماري لدى جمهور المدخرين والمتعاملين مع البنوك، وكذا العاملين الأردنيين في الخارج بأهمية الاستثمار في سوق الأوراق المالية وذلك عن طريق:

أ- إنشاء شركات استثمارية مالية متخصصة، تقوم بتقديم النصيحة والمشورة في مجال الأوراق المالية.

ب- تفعيل دور وسائل الإعلام وذلك بتوضيح المفاهيم الصحيحة للإستثمار في سوق الأوراق المالية.

ج- الإهتمام بالصحافة المالية وتطويرها، لكي تساهم في توعية المستثمرين وإمدادهم بالمعلومات الضرورية عن حركة السوق واتجاهه.

4. ضرورة الإهتمام بكل ما من شأنه رفع مستوى كفاءة سوق عمان للأوراق المالية، وذلك من خلال إزالة كل العوائق التي تحول دون تدفق المعلومات بين المتعاملين، وهذا عن طريق إنشاء وحدة معلومات متكاملة وفعالة، تقوم بتقديم المعلومات المطلوبة التي تفيد المستثمرين، وتزيد من ثقتهم في السوق، وتخلق لهم المناخ الملائم للاستثمار، وذلك بسرعة وبدقة ودون أية تكاليف، لأن معظم المستثمرين يحصلون على المعلومات من خلال شركات الخدمات المالية، وهذا ما يكلفهم عبئا ماليا.
5. العمل على توفير السيولة العالية للأوراق المالية، بما يجعل الاستثمار أقل خطورة، ويسهل على توجه المستثمرين نحو شراء الأوراق المالية للشركات الأحسن آداء، الأمر الذي ينعكس في النهاية على حسن استغلال الموارد الاقتصادية، وبالتالي تدعيم عملية النمو الاقتصادي في المدى الطويل.
6. ضرورة تنشيط وتفعيل سوق السندات، وذلك من خلال تشجيع إصدار سندات متنوعة (حكومية وشركات) بما يسمح بتنويع العوائد كما هو الحال في الدول المتقدمة، خاصة وأن الاستثمار في السندات أقل خطرا من الاستثمار في الأسهم وهذا ما يحبذه بعض المستثمرين.
7. يُعتبر موضوع الدراسة الحالية من المواضيع المهمّة، لذا توصي الباحثة بإجراء المزيد من الدراسات التي تأخذ بعين الاعتبار العديد من الجوانب والمتغيرات التي لم يتم تغطيتها في هذه الدراسة؛ لذا تقترح الباحثة إجراء الدّراسات التالية:

أ. أثر السياسة النقدية على النشاط المالي للقطاعات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، ومقارنة هذا التأثير بين مختلف القطاعات (القطاع المالي، وقطاع الصناعة، وقطاع الخدمات وقطاع التأمين).

ب. دور سوق الأوراق المالية في توجيه السياسة النقدية.

ج. دور الجهاز المصرفي في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية.

د. آلية الانتقال النقدي في الاقتصاد الأردني عن طريق سوق الأوراق المالية.

المراجع

أ. المراجع العربية:

أبو الفتوح، يحي عبد الغني، 2005، تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية في أداء صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الناشئة في مصر، **دورية الإدارة العامة**، المجلد 45، العدد 4، مصر، ص ص 711-774.

أرشيد، عبد المعطي، 2004، محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان، **مجلة البصائر**، جامعة البتراء الخاصة، المجلد 8، العدد 2، الأردن، ص ص197-218.

أندراوس، عاطف وليم، 2005، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر.

البازعي، حمد بن سليمان، 1998، سوق الأسهم السعودي والسياسة النقدية، **مجلة العلوم الإجتماعية**، جامعة الكويت، المجلد 26، العدد 2، الكويت، ص ص18-40.

البازعي، حمد بن سليمان، 1999، هل الأسهم ملاذ مناسب للتضخم، دراسة في العلاقة بين عوائد الأسهم والتضخم في المملكة العربية السعودية، **مجلة جامعة الملك سعود**، المملكة العربية السعودية، المجلد 11، ص ص1-21.

البدري، صباح صالح؛ الخوري، رتاب سالم، 1997، دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية، **دراسات العلوم الإدارية**، الجامعة الأردنية، المجلد 24، العدد 1، الأردن، ص ص 214-226.

البنك المركزي الأردني، 2011، بيانات سنوية، متوفر عبر: www.cbj.gov.jo.

بني هاني، حسين، 2002، **الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة**، الطبعة الأولى، دار الكندي، عمان، الأردن.

بورصة عمان ، 2011، بيانات سنوية، متوفر عبر: www.ase.com. jo.

تقارير البنك المركزي الأردني، أعداد مختلفة، عمان، الأردن.

تقارير سوق عمان المالي، أعداد مختلفة، عمان، الأردن.

تقارير هيئة الأوراق المالية ، أعداد مختلفة، عمان، الأردن.
التميمي، أرشد فؤاد، 2010، **الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
جابر، محمد صالح، 1989، **الاستثمار بالأوراق المالية، مدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات**، الطبعة الثانية، عمان، الأردن.
جبر، علاء الدين أحمد، 2007، **بورصة الأوراق المالية**، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، مصر.
الجعفري، محمد لطفي؛ الحمصي، جمال حسن، 1993، **هامش الفائدة في السوق المصرفي الأردني**، دائرة الأبحاث والدراسات، البنك المركزي الأردني، الأردن.
الحجايا، سليم سليمان، 2007، تأثير سعر الفائدة لأجل على الاستهلاك الخاص في الأردن خلال الفترة (1976-2004)، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة، الأردن.
حماد، طارق عبد العال، 2002، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
الحناوي، محمد صالح؛ العبد، جلال ابراهيم، 2005، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
حنفي، عبد الغفار؛ قرياقص، رسيمة، 2000، **أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
حنفي، عبد الغفار؛ قرياقص، رسيمة، 2005، **أسواق المال وتمويل المشروعات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
خبابة، عبد الله، 2004، **الاقتصاد المصرفي**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر.
الخطيب، فوزي؛ الشرع، منذر، 1994، سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية، دراسة قياسية، **مجلة أبحاث اليرموك**، سلسلة العلوم

الإنسانية والاجتماعية، جامعة اليرموك، المجلد 10، العدد 3، إربد، الأردن، ص ص371-390.

الدعمي، عباس كاظم، 2010، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والطباعة، عمان، الأردن.

ديابي، علي زاوي؛ البازعي، حمد بن سليمان ، 1998، السياسة النقدية وكفاءة سوق الأسهم، دليل قياسي من سوق الأسهم السعودية، **مجلة جامعة الملك عبد العزيز**، الاقتصاد والإدارة، المجلد 11، المملكة العربية السعودية، ص ص89 -107.

الرفاعي، محمود فلاح، 1999، **أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي (1978- 1998)**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.

الرواشدة، محمد عقلة، 1999، **السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها على عوائد الأسهم: دراسة تحليلية على سوق عمان المالي (1990-1998)**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

الزرري، عبد النافع؛ غازي، فرح، 2001، **الأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.

الزعبي، بشير خليفة، 2000، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (1978-1998)، **دراسات العلوم الإدارية**، الجامعة الأردنية، المجلد 27، العدد 2، الأردن، ص ص321-330.

الزعبي، بشير خليفة، 2004، العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي للفترة (1978-2001)، **مؤتة للبحوث والدراسات**، جامعة مؤتة، المجلد 19، العدد 5، الأردن، ص ص 187-203.

زغلول، اسماعيل سعيد، 1996، **السياسات النقدية في الأردن**، بحث مقدم لندوة السياسات النقدية في الدول العربية، صندوق النقد العربي، تحرير الصادق علي توفيق، الجارحي معبد علي، لطيفة نبيل عبد الوهاب، معهد السياسات

الاقتصادية، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، العدد الثاني، (من 4 إلى 9 أيار)، مؤسسة إكسبرس للطباعة، أبو ظبي، ص ص 171-176.

الزيدانين، جميل سالم، 1999، **أساسيات في الجهاز المالي**، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن.

الزيدي، إياد فلاح حسن، 2009، **دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي**، رسالة ماجستير غير منشورة، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك.

سلامة، راشد محمد صالح ،1997 أ، العلاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن، **مجلة البلقاء**، المجلد 5، العدد 1، الأردن، ص ص 39-53.

سلامة، راشد محمد صالح، 1997 ب، التنبؤ بأسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، **مجلة البصائر**، جامعة البتراء (جامعة البنات الأردنية سابقا)، المجلد 27، العدد 2، الأردن، ص ص 201-220.

السيد علي، عبد المنعم، 2001، تقييم السياسة النقدية في الأردن (1970-1999)، **إربد للبحوث والدراسات**، عدد خاص، جامعة إربد الأهلية، الأردن، ص ص2-43.

السيد علي، عبد المنعم؛ العيسى، نزار سعد الدين، 2004، **النقود والمصارف والأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن.

الطراونة، محمد أحمد، 2004، **محددات الطلب على الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية (1978-2002)**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة، الأردن.

طويرش، عبد الله عويد مفلح، 2006، **العلاقة بين أحجام التداول وعوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية الناشئة**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.

العضايلة، راضي محمد، 2010، **آليات الانتقال النقدي في الاقتصاد الأردني**، رسالة دكتوراه غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن.

عطية، عبد القادر محمد عبد القادر، 1998، **الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق**، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

عقل، مفلح محمد، 2000، **وجهات نظر مصرفية**، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

الفراج، بن عبد العزيز الفراج، 2004، **العلاقة بين المؤشر العام لسوق الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في المملكة العربية السعودية**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية.

فليح، خلف حسن، 2006، **النقود والبنوك**، الطبعة الأولى، جدارا للكتاب العالمي، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

قدومي، ثائر، 2006، أثر التحول لنظام التداول الإلكتروني على الكفاءة التشغيلية وأداء بورصة عمان للأوراق المالية، دراسة تحليلية للفترة (1998-2003)، **البلقاء للبحوث والدراسات**، جامعة عمان الأهلية، المجلد 11، العدد 2، عمان، الأردن، ص ص73-118.

المالكي، عبد الله عبد المجيد، 1996، **الموسوعة في تاريخ الجهاز المصرفي الأردني: البنك المركزي الأردني والسياسة النقدية**، الأردنية للتصميم والطباعة، عمان، الأردن.

مزنان، فهد نصر حمود، 2009، **أثر السياسات الاقتصادية في أداء المصارف التجارية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

مطاوع، سعد عبد الحميد، 2005، **إدارة الأسواق والمؤسسات المالية**، الإسكندرية، مصر.

ملاوي، محمد ابراهيم، 2008، **أثر عرض النقود على بورصة عمان، دراسة قياسية (1978-2006)**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

الموعد، محمود عبد الله، 2005، **العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان.

هيلات، بشار، 2004، **كفاءة واستقرار سوق عمان المالي للفترة (1993-2002)**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

ب. المراجع الأجنبية:

Ali, I., Rehman, K. U. , Yilmaz, A. K. , Khan, M. A., and Afzal., H., (2010), "Causal Relationship between Macro-Economic indicators and Stock Exchange Prices in Pakistan", **African Journal of Business Management**, Vol. 4, No. 3, pp. 312-319.

Al-Sharkas, A., (2004), "The Dynamic Relationship between Macroeconomic Factors and the Jordanian Stock Market", International **Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies**, Vol. 1, No. 1, pp. 97-114.

Anjum, A., and Sabihuddin, M. B., (2001), "The Relationship between Energy Consumption and Economic Growth in Pakistan", **Asia-Pacific Development Journal** ,Vol. 8, No. 2, pp.101-110.

Ben Naceur, S., Boughrara, A., and *Ghazouan, S. (2009), "*Monetary Policy and Asset Pricing", **Economic Research Forum (ERF) 13th Annual Conference under the title "On the linkage between monetary policy and MENA stock markets**", Kuwait, December 16-18, 2006, pp. 1-39.

Bernanke, B.S., and Kuttner, K.N., (2005), "What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?", **Journal of Finance**, 60, pp.1221-1257.

Bhattacharya, B., and Mukherjee, J. (2003), "The Nature of the Causal Relationship between Stock Market and Macroeconomic Aggregates in India: An Empirical Analysis**", Paper Presented in the 4th Annual Conference on Money and Financ**e, India, pp. 1-21.

Charemza, W.W., and Deadman, D.F., (1992), **"New Direction in Econometric Practice**", Edward Elgar Publishing Limited, England, pp.189-193.

Deng, y.,(2007),"Asset Price, Macroeconomic Variables and Monetary Shock: Cointegration Analysis of Chinese Market", **The Sixth Wuhan International Conference on E-Business International Finance Track**, pp.1768-1773.

Dickey, D. A. and Fuller, W. A., (1981), "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root", **Econometrica**, 49, pp. 1057-1072.

Gan, C., Lee, M., Yong, H.H.A., and Zhang, J. (2006), “Macroeconomic Variables and Stock Market Interactions: New Zealand evidence”, **Investment Management and Financial Innovations**, Vol. 3, No. 4, pp. 91-101.

Gujarati, D.N., (1995), **“Basic Econometrics**”, Third Edition, McGraw-Hill, Inc, USA.

Ibrahim , M.H., and Yusoff, W.S.W., (2001), “Macroeconomic Variables, Exchange Rate and Stock Price :A Malaysian Perspective”, **IIUM Journal of Economics and Management**, Vol. 9, No. 2, pp.63-141.

Ioannidis, C., and Kontonikas, A. (2008), “The Impact of Monetary Policy on Stock Prices”, **Journal of Policy Modeling**, Vol. 30, pp. 33-53.

Johanson, J., and Dinardo, J. (1997), **“Econometric Methods”**, Fourth Edition, Mcgraw- hill.

Kholodilin, K., Montagnoli, A., Napolitano, O., and Siliverstovs, B. (2008), “Assessing the Impact of the ECB's Monetary Policy on the Stock Markets: A Sectoral View”, **KOF Working Papers**, Switzerland, No. 211, pp. 1-12.

Levine, R., and Zervos, S., (1998), “Global Capital Liberalization and Stock Market Development,” **World Development**, 26, pp.1169-1183.

Li, Y. (2004), “**The Effect of Monetary Policy on Stock Prices: Evidence from Canada and The United States”**, Unpublished Submitted impartial Fulfillment of the Requirement For the Degree of Master of Arts**,** Dalhousie University, Nova Scotia, pp. 1-75.

Maskay, B. and Chapman, M. (2007), “Analyzing the Relationship between Change in Money Supply and Stock Market Prices”, **Economics Department, Honors Projects**, Illinois Wesleyan University, pp. 1-22.

Mehrara, M., (2006), “The Relationship between Stock Market and Macroeconomic Variables: A case study for Iran”, **Iranian Economic Review**, Vol. 10, No. 17, pp.137-148.

Menike, L.M.C.S., (2006), “The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Emerging Sri Lankan Stock Market”, **Sabara gamuwa University Journal.,** Belihuloya, Vol. 6, No.1, pp. 50-67.

Mohammad, S.D., Hussain, A., and Ali, A., (2009), “Impact of Macroeconomics Variables on Stock Prices: Empirical Evidence in

Case of Karachi Stock Exchange", **European Journal of Scientific Research ISSN 1450-216X**, Vol. 38, No. 1, pp. 96-103.

Ratanapakorn, O. (2000), "**The US Stock Market: The Impact of Internal and External Macroeconomic Variables**", Unpublished Submitted impartial Fulfillment of the Requirement For the Degree of Doctor of Philosophy **,** Southern Illinois University, Carbondale, pp. 1-103.

Richard, J., T and Edward, B. (1982**), "The Stock Market"**, Fourth Edition, New York, pp. 334-335.

Rozzef, M.S., (1974), "money and stock prices, Market Efficiency and the Lag in Effect of Monetary Policy", **Journal of Financial Economics**, Vol. 1, pp. 245-302.

Schwert, W., (1981), "The Adjustment of stock prices to information about inflation", **Journal of Finance**, 36, pp.15-29.

Shaoping, C., (2008), "Positivist Analysis on Effect of Monetary Policy on Stock Price Behaviors", **Journal of Financial and Trading Economy,** Vol.4**,** pp.679-687.

Sourial., M.S., (2002), "The Future of the Stock Market Channel in Egypt", **Center for Economic & Financial Research and Studies Working Paper**, Egypt, pp.1-60.

Takeshi, Y., G., and Vidhan, K. (2001), "Asset Price Shocks, Financial Constraints, and Investment:Evidence from Japan", **Journal of the Japanese and International Economics**, Vol.4, pp371-400.

Tessaromatis, N.P., and Triantafillou, P.E., (2007)," Money Supply Announcement and Stock Prices: The UK Evidence", **SPOUDAI Journal of Piraeus University**, Vol. 41, No. 4, pp. 408-419.

Wong, W.K., Khan, H., and Du, J. (2005), "Money, Interest Rate, and Stock Prices: New Evidence from Singapore and The United States**", Working paper, National University of Singapore, Graduate School for Global Leaders,u21Global.,** No. 7, pp. 1-28.

Zamani, (2005), "Energy Conservation: An Alternative for Investment in the Oil Sector for OPEC Member Countries", **OPEC Review,** pp.107-114.

الملحق (أ)

بيانات المتغيرات المستخدمة في الدراسة للفترة (1978–2009)

السنة	عرض النقد (بالمليون دينار أردني)	سعر الفائدة على الودائع لأجل (%)	سعر الفائدة على القروض (%)	معدل التضخم (%)	تحويلات العاملين في الخارج (بالمليون دينار أردني)	الرقم القياسي لأسعار الأسهم (نقطة)	حجم التداول (بالمليون دينار أردني)	معدل دوران الأسهم (%)
1978	606.7	5.5	9	6.9	159.4	585.6	5.62	2.91
1979	773.1	6	8.5	14.2	180.4	679.3	15,84	5.52
1980	984.8	6	8.5	10.9	236.7	757.5	41,43	13.98
1981	1179.9	6	8.5	7.8	340.9	1201.8	75,42	19.99
1982	1403.3	6	8.5	7.2	381.9	1382.5	128,29	16.83
1983	1615.2	8	8.375	5.0	402.9	1042.1	141,43	14.48
1984	1757.7	8.5	8.375	3.9	475	811.8	59,32	10.37
1985	1874.8	8.5	8.375	2.9	402.9	786.0	66,73	10.20
1986	2072.4	7.5	7.625	0.0	414.5	723.5	69,52	13.49
1987	2372.2	7.5	7.625	-0.2	317.7	796.9	148,18	26.6
1988	2646.8	7.74	9	6.8	335.7	845.1	132,63	28.83
1989	2971.1	7.85	10	25.6	358.3	932.7	367,59	49.55
1990	3122.6	8.23	10.51	16.07	331.8	804.3	268,89	33.44
1991	3717.5	7.82	10.22	8.2	306.3	1000.0	302,84	37.75
1992	4193.0	6.95	10.2	3.9	573.1	1299	886,95	86.23
1993	4481.8	6.87	10.27	3.3	720.7	1585	968,61	51.12
1994	4841.5	7.33	10.42	3.6	763.7	1436	495,08	25.9
1995	5159.8	7.97	10.74	2.2	871.7	1591.7	418,96	20.98
1996	5175.3	8.85	11.6	6.5	1094.8	1534.6	248,58	17.72
1997	5576.6	8.91	12.55	2.9	1173.5	1692.4	355,24	17.8
1998	6026.3	8.33	12.89	3.1	1093.8	1701.3	464,37	18.57
1999	6747.6	7.89	12.67	0.6	1179.8	1673.5	389,48	19.13
2000	7434.7	6.55	11.38	0.6	1177.3	1330.5	334,72	11.6
2001	7866.1	5.19	10.45	1.9	1283.3	1727.2	668,65	20.32
2002	8419.1	3.97	9.85	1.7	1362.3	1700.2	950,27	26.55
2003	9465.7	2.75	8.92	2.3	1404.5	2615.0	1855.18	49.10
2004	10571.4	2.49	7.59	2.5	1459.6	4245.6	3793,25	58.19
2005	12364.0	3.52	8.1	3.5	1544.8	8191.5	16871,05	94.07
2006	14109.7	5.13	8.56	6.2	1782.7	5518.1	14209,87	101.14
2007	15606.8	5.56	8.86	4.7	2122.5	7519.3	12348,10	91.2
2008	18304.2	5.66	9.48	13.9	2242.0	6243.1	20318,01	91.54
2009	20013.3	4.23	9.07	-0.67	2214.0	5520.1	9665,31	70.9

المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، وموقع بورصة عمان الإلكتروني، بيانات إحصائية سنوية.

المعلومات الشخصية

الإسم: نسيمة عمران شراطي

كلية: إدارة الأعمال

التخصص: اقتصاديات المال والأعمال

رقم الهاتف: 0021325597374

البريد الالكتروني: mbf.sabrina@yahoo.com